



UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Fundo Conjunto de Reservas Internacionais Latino-Americano: Uma Alternativa para o Brasil?

Igor Frederico Versiani

Brasília

Agosto de 2013

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

Fundo Conjunto de Reservas Internacionais Latino-Americano:
Uma Alternativa para o Brasil?

Igor Frederico Versiani

Orientador: Geovana Lorena Bertussi

Monografia de conclusão de curso de Ciências Econômicas

Fundo Conjunto de Reservas Internacionais Latino-Americano: Uma Alternativa para o Brasil?

Igor Frederico Versiani

Monografia de conclusão de curso submetida ao departamento de Economia da Universidade de Brasília como parte dos requisitos necessários para a obtenção do grau de Bacharel em Economia.

Aprovada por:

Geovana Lorena Bertussi

(Orientador)

Adriana Moreira Amado

(Examinador Interno)

Brasília, Agosto de 2013.

Agradecimentos

Agradeço primeiramente a minha orientadora, Geovana Lorena Bertussi, e ao meu chefe, Vinicius Silva, por todo o suporte, paciência e amizade.

Agradeço de coração à confiança sincera de todos meus familiares, amigos e colegas.

“Riqueza não consiste em possuir muitos bens, mas em possuir poucas necessidades.”

Epíteto

Resumo

O objetivo deste trabalho é analisar, do ponto de vista do Brasil, a possibilidade da formação de um fundo conjunto de reservas internacionais entre países da América do Sul que incluísse propriamente o Brasil. Esse fundo teria por objetivo otimizar o nível de reservas que cada membro pode acessar. Para tanto, o trabalho traz um histórico da literatura responsável por desenvolver os conceitos necessários para tal análise. Seu âmbito é as teorias do nível ótimo de reservas internacionais e dos fundos conjuntos de reservas internacionais, como também as análises específicas para o caso do Brasil. Após analisados os conceitos, argumenta-se acerca da viabilidade de tal fundo.

Palavras chave: reservas internacionais, fundos conjuntos de reservas internacionais, gestão brasileira de reservas internacionais, fundo latino-americano de reservas internacionais, BRICS.

Abstract

The object of this paper is to analyze, from Brazil's point of view, the feasibility of a South American international reserve pooling which would include Brazil itself. This pooling main objective would be to optimize the level of international reserves that each country may access. For this purpose, this paper approaches a historical of the literature responsible for the establishment of necessary concepts for such analysis. This literature resides in the theory of the optimal level of international reserve holding, of international reserve pooling, and also in the specific analysis for the Brazilian case. There is an argumentation about the viability of such a pooling after the conceptual analysis.

Key-words: international reserves, international reserve pooling, Brazilian management of international reserves, Latin American pool of international reserves, BRICS.

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Reservas internacionais no Leste Asiático após a Iniciativa de Chiang Mai (US\$ - bilhões).....	63
Gráfico 2 – Reservas internacionais totais e direitos especiais de saque do FMI (US\$ - bilhões).....	64
Gráfico 3 – Estoque de reservas internacionais e saldo anual da balança comercial (US\$ - milhões).....	74
Gráfico 4 – Estoque de reservas internacionais e variação do PIB (US\$ - milhões).....	76
Gráfico 5 – Estoque de reservas internacionais e endividamento externo (US\$ - milhões).....	79
Gráfico 6 – Estoque de reservas internacionais e saldos na conta de serviços e rendas (US\$ - milhões).....	80
Gráfico 7 – Estoque de reservas internacionais (US\$ - milhões) e IPCA (var. % mensal).....	83
Gráfico 8 – Estoque de reservas internacionais (US\$ - bilhões) e taxa de cambio mensal em relação ao dólar estadunidense.....	88
Gráfico 9 – Estoque de reservas internacionais (US\$ bilhões) e taxa Selic verificada (% a.a.).....	90

Gráfico 3.8 – Estoque de reservas internacionais (US\$ bilhões) e estoque proposto por “regras de bolso”92

Gráfico 3.9 – Resultados do teste de Nevares (2009) para o nível ótimo de reservas internacionais do Brasil.....93

Gráfico 3.10 – Estoques de reservas internacionais em dezembro de 2012 (US\$ bilhões) – América do Sul.....96

Gráfico 3.11 – Estoques de reservas internacionais em dezembro de 2012 (US\$ bilhões) – BRICS.....97

Lista de Abreviaturas e Siglas

ASEAN+3 – Sigla em inglês para Associação das Nações do Sudeste Asiático mais China, Coreia do Sul e Japão.

Bacen – Banco Central do Brasil.

BCCO – Banco Central do Caribe Oriental

BRICS – Grupo de países que incluem o Brasil, a Rússia, a Índia, a China e a África do Sul.

CFA – Comunidade Financeira Africana

FAT - Fundo Asiático de Títulos

FED – Federal Reserve, o Banco Central dos Estados Unidos da América

FCICM – Fundo Conjunto de Reservas Internacionais da Iniciativa de Chiang Mai

FMI – Fundo Monetário Internacional

FLAR – Fundo Latino-Americano de Reservas Internacionais

IMFA – Iniciativa do Financeiro Asiático

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

OBL – Operação Bilateral de Liquidez

OEA – Organização dos Estados Americanos

OECE – Organização Europeia para a Cooperação Econômica

OMC – Organização Mundial do Comércio

ONU – Organização da Nações Unidas

OPEP – Organização dos Países Exportadores de Petróleo

OTAN – Organização do Tratado do Atlântico Norte

PAEG – Plano de Ação Econômica do Governo

PAI – Plano de Ação Imediata

PIB – Produto Interno Bruto

PND II – Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento.

Sumoc – Superintendência de moeda e crédito

UMCO – União Monetária do Caribe Oriental

URV – Unidade Real de Valor

Sumário

LISTA DE GRÁFICOS	7
LISTA DE ABREVIATURAS.....	9
INTRODUÇÃO	12
 1. A TEORIA ECONÔMICA E A POSSE DE RESERVAS INTERNACIONAIS.....	 14
1.1. PANORAMA HISTÓRICO	14
1.2 NÍVEL ÓTIMO DE RESERVAS INTERNACIONAIS	18
1.3 TAXAS DE CÂMBIO FLUTUANTES E PAÍSES EMERGENTES	26
1.4 A RAZÃO PARA SE POSSUIR RESERVAS INTERNACIONAIS	33
 2. OS FUNDOS CONJUNTOS DE RESERVAS INTERNACIONAIS	 36
2.1. OS PRIMEIROS ESTUDOS.....	36
2.2. RESERVAS INTERNACIONAIS COMO UM BEM DE CLUBE.....	42
2.3. CASOS CÉLEBRES	54
2.3.1. UMCO E CFA.....	55
2.3.2. A INICIATIVA DE CHIANG MAI.....	60
2.3.3. O FLAR	66
 3. PARTICIPAÇÃO BRASILEIRA EM UM FUNDO LATINO-AMERICANO DE RESERVAS INTERNACIONAIS	 72
3.1. O ESTOQUE BRASILEIRO DO FIM DA SEGUNDA GUERRA À CRISE DOS TIGRES ASIÁTICOS	72
3.2. A RECENTE INTENSIFICAÇÃO DO ACÚMULO	89
3.3. VIABILIDADE DO INGRESSO DO BRASIL EM UM FUNDO CONJUNTO DE RESERVAS INTERNACIONAIS SUL-AMERICANO	95
 CONCLUSÃO	 100
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	101

Introdução

Na última década, os países em desenvolvimento foram protagonistas de um fenômeno macroeconômico internacional que atingiu uma magnitude impressionante. Os estoques globais de reservas internacionais, principalmente após a crise que teve início no Leste Asiático 1997, apresentaram um acentuado incremento na sua taxa de acumulação.

Apesar de que o processo mais impressionante seja o caso da China, que hoje faz a gestão do maior estoque do mundo com mais de 3 trilhões de dólares em reservas, e depois o de outros países do Leste Asiático, o Brasil não fugiu a essa tendência. As reservas internacionais brasileiras aumentaram cerca de dez vezes nos últimos 11 anos, chegando a um patamar aproximado de 370 bilhões de dólares no fim de 2012 (Banco Mundial, 2013).

A academia já discute há muito que o custo de oportunidade de se reter reservas internacionais só tende a aumentar em relação à magnitude do estoque e ao tempo em que ele é mantido, e tende a diminuir em relação ao nível de desenvolvimento e de inserção financeira internacional do país. Isso implica que os países em desenvolvimento estão arcando com um enorme custo de oportunidade ao fazer a manutenção de estoques tão grandes de reservas internacionais. Ciente disso, as autoridades monetárias de alguns desses países têm procurado alternativas para reduzir esse custo. Uma delas é a formação de fundos conjuntos de reservas internacionais, um arranjo institucional que permite aos países, através de um compartilhamento de reservas, reduzirem seu estoque de reservas internacionais e manterem um mesmo grau de segurança contra desequilíbrios externos. Assim, são capazes de reduzir o custo relacionado à posse de reservas internacionais.

Em julho de 2006, o Brasil fundou, não surpreendentemente, em conjunto com a China um fundo conjunto de reservas internacionais de cunho percussionista. Esse fundo está fazendo a manutenção de 60 bilhões de dólares em reservas internacionais e pretende-se que todos os países chamados BRICS possam ter acesso a ele¹. Mas por que essa iniciativa não foi primeiramente estabelecida entre o Brasil e outros países sul-

¹RITTO, Cecília. **Brasil e China fundam um fundo conjunto com R\$ 60 bi.** *Revista Veja*. Disponível em <http://veja.abril.com.br/noticia/economia/brasil-e-china-criam-fundo-comum-de-60-bilhoes-de-reais> . Acessado em 14 de setembro de 2012.

americanos? Nem o fato que outros países da região também tenham estoques significativos de reservas internacionais favoreceu para que uma gestão conjunta de reservas internacionais se estabelecesse primeiro entre o Brasil e seus vizinhos. Esse é a questão que esse trabalho pretende analisar.

As conclusões decorrentes da análise indicam que, de fato, o Brasil pode incorrer em maiores vantagens ao formar um fundo conjunto de reservas internacionais com outros países que não seus vizinhos mais próximos, como é o caso de outros países do grupo BRICS. Isso se deve à grande discrepância entre o estoque de reservas internacionais do Brasil e dos outros países latino-americanos, à possibilidade de incorrer em risco moral e à forte correlação entre os fluxos internacionais de comércio e capitais entre esses países.

O trabalho está organizado da seguinte maneira: o primeiro capítulo traz um panorama histórico e uma revisão bibliográfica acerca da posse de reservas internacionais; o capítulo dois traz uma revisão da literatura acerca dos fundos conjuntos de reservas internacionais; o capítulo três traz uma revisão da literatura voltada para o caso brasileiro de acúmulo de reservas internacionais e discute a possibilidade de formação de um fundo conjunto de reservas internacionais entre países sul-americanos.

1. A teoria econômica e a posse de reservas internacionais

1.1. Panorama histórico

Definir reservas internacionais de modo preciso é algo que traz inúmeras complicações, já que os fatores que possivelmente poderiam defini-las se alteraram ao longo do tempo de modo veloz e significativo. Deste modo, para não se fazer uso de definições pragmáticas, compreender o contexto histórico em que o desenvolvimento da teoria econômica das reservas internacionais está envolvido é necessário para a confecção de uma análise concreta, apesar da dificuldade de precisar momentos chave na história das reservas internacionais.

Ao estudar a dinâmica política das cidades-estado gregas ao longo da Guerra do Peloponeso, pode-se constatar que elas usavam reservas metálicas, armamentos e commodities para saldar dívidas umas com as outras (Tucídides, 2001). Porém considerar tais transações como um primórdio das reservas internacionais também seria algo vago e irrelevante para uma análise contemporânea visto que ainda não havia nenhum tipo de registro de transações macroeconômicas como o balanço de pagamentos.

Para verificar o início da concepção moderna de reservas internacionais podemos recorrer ao período histórico onde vigorava o sistema conhecido por Mercantilismo, onde já havia registros incipientes da atividade econômica internacional. No século XVIII, as nações ocidentais possuíam uma compreensão econômica que implicava que, para se tornarem mais ricas, elas deveriam obter saldos positivos em suas balanças comerciais da maneira mais recorrente e engrandecida possível. Isso acarretava que poderiam arcar com compromissos internacionais futuros com mais conforto, tais como importações de mantimentos em caso de guerra ou déficits comerciais com outras nações. Porém não se havia conhecimento suficiente acerca dos efeitos negativos de saldos positivos recorrentes nas balanças comerciais. De fato, ocorria que as reservas metálicas de um país não possuíam um status de reservas internacionais em posse do governo central, mas eram entendidas como parte da riqueza pessoal do déspota líder do governo nacional. Muitas vezes um aumento nas reservas metálicas, causadas por saldos comerciais ou mineração, resultou em um despejo indiscriminado de moeda metálica na economia local trazendo efeitos indesejados sobre a inflação e o câmbio. Esses casos inspiraram filósofos empiristas como David Hume e Adam Smith a refletir

e discorrer sobre tais fenômenos constituindo os primeiros estudos acerca de reservas internacionais e seus efeitos na economia (Lekachman, 1959).

Podemos dizer que a forma das reservas internacionais atingiu sua maturidade após a década de 1870, quando um grande número de nações ocidentais aderiu a um conjunto de regras de política macroeconômica definidas como padrão-ouro. Para estabelecê-lo em sua economia, a autoridade monetária de um determinado país deveria seguir algumas regras que garantissem o lastro e a conversão de sua moeda em ouro, adicionadas à garantia da livre flutuação de preços dada pelas tendências de mercado e a livre transação de bens e serviços entre as nações que também aderissem ao padrão. Isso garantiria que certos mecanismos, como o *price-specie-flow*, ajustassem internacionalmente desequilíbrios nas balanças comerciais dos países que adotassem o padrão-ouro através da flutuação local do nível geral de preços (Cardim de Carvalho, 2007).

Um grande número de nações não foi capaz de seguir as regras necessárias para adotar o padrão ouro por um grande período de tempo ou mesmo nunca. Para tais países excluídos desse sistema era vantajoso reter certa quantidade de ouro ou de títulos de outros países lastreados a esse mesmo metal a fim de financiar déficits na sua própria balança comercial ou manter sua taxa de câmbio fixa (Balogh, 1960). O fato também lhes propiciava uma maior confiança dos agentes internacionais nas economias retentoras de reservas, pois isso indicava que ela possuía maior facilidade de arcar com seus compromissos mesmo que não aderisse ao padrão ouro e tivesse dificuldades de se financiar. Nesse ponto, podemos dizer que se consolidou a forma contemporânea de reservas internacionais com a não ser por um motivo: elas deveriam ser de alguma forma lastreadas em ouro. Além disso, até então, a posse de reservas era vista como algo negativo principalmente por parte dos países que aderiram plenamente ao padrão-ouro, pois se sabia que, caso algum país que não aderira ao padrão-ouro realizasse uma grande compra ou liquidação de títulos estrangeiros de algum outro país que aderisse, isso poderia afetar o nível interno de preços do país que emitisse tais títulos.

Durante a Primeira Guerra Mundial o padrão-ouro foi suspenso por conta dos financiamentos militares que foram feitos principalmente através de emissão monetária. No entre guerras, ocorreu um esforço conjunto para a retomada do padrão ouro, porém

os níveis de preços estavam em patamares muito superiores aos de antes da Primeira Guerra. Em 1922, as nações mais influentes financeiramente se reuniram no que ficou conhecida como Convenção de Gênova que tinha por objetivo geral a retomada do padrão-ouro. Durante a convenção, ficou reconhecido que a disponibilidade internacional de ouro não era suficiente para atender as demandas das autoridades monetárias de cada país. A solução foi conceder maior legitimidade às reservas internacionais de países menores e menos poderosos. Ficou entendida a criação de um padrão-ouro parcial pelo câmbio: países que não pudessem aderir completamente ao padrão ouro poderiam reter moedas, em forma de reservas internacionais, de países que pudessem garantir a conversibilidade de sua moeda.

A Grande Depressão e o declínio do comércio internacional na década de 1930 provocaram uma negligência financeira internacional. Os países foram aos poucos se desligando do padrão-ouro e fechando cada vez mais suas economias. A posse de reservas internacionais não fazia muito mais sentido já que muitos países não estavam mais interessados em sequer honrar seus compromissos internacionais (Pugel, 2009).

Poucos antes do fim da Segunda Guerra Mundial, foi firmado o acordo de Bretton-Woods que afirmava uma tentativa de reconstrução da estrutura econômica internacional. Além da criação de entidades de financiamento internacional; o Fundo Monetário Internacional e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento; acertou-se que a partir de então vigoraria um padrão câmbio-ouro. Existiria uma moeda chave, o dólar americano, cuja autoridade monetária ficaria responsável por manter o padrão de sua moeda com o ouro. As demais autoridades monetárias dos países signatários ficariam responsáveis por manter um câmbio fixo entre o dólar e sua moeda. O FMI ficaria a cargo de financiador e moderador (Krugman 2010). Foi nesse período, onde a principal função das reservas internacionais em poder dos bancos centrais era manter a paridade da moeda local com o dólar, quando a academia voltou-se com mais atenção para o fenômeno das reservas internacionais. As diretrizes do FMI contraindicavam um nível elevado de reservas internacionais em dólar americano pelos demais bancos centrais a fim de fazer a manutenção das taxas de câmbio fixas e da paridade ouro-dólar além de evitar deflações em momentos de liquidação. Essa posição foi questionada por pesquisadores que se perguntavam qual seria o nível ótimo de reservas internacionais para um país reter (Balogh, 1960).

No fim da década de 1960, os Estados Unidos adotaram uma política fiscal expansionista que gerou inflação e forçou um movimento de desvalorização do dólar frente ao ouro, então impedido pela garantia de conversão. Os agentes econômicos perceberam a tendência de desvalorização e começaram a especular em favor disso. Além do mais, as autoridades monetárias dos países que tinham suas moedas atreladas ao dólar começaram a ficar descontentes com o aumento da inflação interna causada pela inflação nos Estados Unidos adquirida através do sistema de câmbio fixo. Essa conjuntura indicava que as reservas mundiais de ouro não eram mais suficientes para sustentar a demanda dos bancos centrais por expansão monetária. Apesar dos esforços do governo americano em manter o acordo de Bretton-Woods através de uma desvalorização do dólar em 1971, as contínuas especulações por uma nova desvalorização mostravam que o sistema chegara a seu limite e vários países já adotavam taxas flutuantes de câmbio em relação ao dólar no início de 1973 (Krugman, 2010).

Foi após o fim do sistema de Bretton-Woods, quando passou a vigorar um sistema internacional de flutuações cambiais e o dólar americano se desvinculou da cotação do ouro, que as reservas internacionais atingiram o aspecto que possuem hoje de maneira geral. Atualmente, podemos definir reservas internacionais pela posse por parte de um governo de meios de pagamentos internacionalmente aceitos para o propósito de se proteger contra déficits de curto e médio prazo na sua balança de pagamentos e ou exercer controle sobre a flutuação cambial de sua moeda. Elas se constituem principalmente por ouro e por moedas amplamente usadas internacionalmente no comércio, finanças e nas transações entre governos e instituições. Os dois principais tipos de moedas usadas para tal fim tem sido a libra esterlina e o dólar americano, mesmo que o papel da libra como reserva tenha diminuído muito desde meados do século XX. (Pearce, 1992) Apesar das crises de confiança internacional que o dólar vem sofrendo desde a década de 1960, como quando os títulos de dívida pública americanos tiveram sua nota de confiança rebaixada pela agência de avaliação de risco Standard & Poor's em agosto de 2011, ele continua sendo a principal moeda utilizada como reserva internacionalmente.

1.2 Nível ótimo de reservas internacionais

Em 1958, o FMI publicou um estudo intitulado *International Reserves and Liquidity*. Nesse documento, dentre outras coisas, os autores recomendavam que os países possuidores de reservas internacionais deveriam restringir a quantidade das mesmas em sua posse ou ao menos evitar um crescimento de seu estoque. Isso se baseava no fato que um grande aumento na demanda internacional por dólares contribuiria para um aumento na sua emissão o que poderia causar pressões inflacionárias para o aumento do preço do ouro em relação ao dólar. Isso seria danoso para o sistema de taxas de câmbio fixas vigente até então. A alternativa proposta à estocagem de títulos e ouro foi a de que os países deveriam recorrer a empréstimos de curto-prazo junto ao FMI em caso de desequilíbrios externos ao invés de aumentar seu nível de reservas internacionais (Balogh, 1960).

Tal documento sofreu diversas críticas por parte da academia, principalmente por parte de escolas keynesianas, baseando-se no fato de que o argumento que o FMI apresentava no documento pressupunha que a economia americana estivesse e pleno emprego e que o financiamento do governo americano através da compra de títulos da dívida pública necessariamente implicaria num aumento dos gastos do governo em questão. Ambos os pressupostos não eram necessariamente inquestionáveis.

Em meio a essa discussão surgiu o primeiro modelo econômico que propunha a definição de um nível ótimo de reservas internacionais. O economista húngaro Thomas Balogh, até então professor de Oxford, publicou em 1960 um estudo que trazia um modelo descritivo para reservas internacionais. Através de suas observações, ele constatou um conjunto de características intrínsecas ao mercado de reservas internacionais que serviriam de base para futuros modelos mais rigorosos sobre o tema. A preocupação de Balogh era agrupar os fatores que motivassem os agentes econômicos a possuírem reservas internacionais. Para esse efeito ele esquematizou através de constatações o mercado em questão.

A primeira constatação era que a função de demanda internacional por liquidez por parte de um país era uma função aproximada da quantidade de transações do balanço de pagamentos de um estado soberano qualquer ponderadas pelo seus respectivos valores. A possibilidade de desequilíbrios externos ponderados por sua possível magnitude também deveria ser incluída na análise. Apesar de indicar os dados

anteriores como variáveis importantes para a análise do mercado de reservas internacionais, como segunda constatação o autor afirma que o nível de reservas internacionais que um país possui é um objeto de política e dificilmente pode ser predito com exatidão, mesmo que assumamos que o governo em questão tem por função maior manter a economia do país no nível potencial de produção, já que a decisão final passa pelo formulador de política macroeconômica. A terceira constatação de Balogh indica a tendência de formação de grupos para o manejo de reservas. Países que tem um fluxo de capital e comércio mais intenso e constante entre si tendem a alinhar suas políticas acerca da liquidez externa, pois seus desequilíbrios provêm normalmente das mesmas fontes. Como as reservas internacionais eram compostas por títulos americanos e ouro que tinham como característica uma oferta limitada na época, o autor atenta para o risco de surgimento de oligopólios nesse mercado, onde vários agentes podem assumir que suas atitudes afetam o comportamento do mercado como um todo.

Balogh afirma ainda que existe uma taxa de sacrifício necessária para a posse de liquidez internacional, já que existe necessariamente um *trade-off* na decisão de adquirir reservas internacionais, já que o governo que adquiri-las poderia aplicar o montante utilizado para a sua aquisição em investimentos públicos de qualquer natureza. Aceitando esse fato, a taxa de sacrifício gerada pela posse de reservas internacionais foi definida como a diferença entre retorno esperado total dos investimentos que poderiam ser feitos com o montante aplicado em reservas e o rendimento dos ativos que se mantêm como reserva caso existam.

Além do mais, o nível e a demanda por reservas internacionais possuem correlação com o produto interno e a variação do nível de preços de uma economia. A relação entre o PIB e o custo relativo de se reter reservas é inversamente proporcional, assim como também o é para a demanda por reservas em si. Ou seja, países pobres ou pequenos tem que arcar com custos relativos maiores para reter reservas internacionais, porém sua demanda por elas é maior do que a de países desenvolvidos, já que esses primeiros estão mais sujeitos a desequilíbrios externos. Por fim, a última constatação se refere à relação entre a demanda local e global por liquidez internacional e o nível de preços local e global. A aquisição delas possui um caráter de política contracionista no país da autoridade que as adquiriu. Porém, caso reservas internacionais forem adquiridas em forma de títulos, provocariam tendências

inflacionárias no país que os emitiu. Uma situação ilustrativa seria o caso de a África do Sul adquirir reservas internacionais como forma de títulos da dívida pública do governo do Reino Unido. O nível de preços internos do primeiro sofreria uma pressão para a estabilidade ou queda, já que recursos que poderiam ser investidos internamente foram feitos em reservas, enquanto o nível de preços no Reino Unido sofreria uma pressão para alta, já que o país foi bem sucedido em financiar parte da dívida e adquiriu recursos internacionalmente e eventualmente deverá aplica-los internamente.

Seis anos após a publicação da crítica de Balogh ao documento do FMI, surgiu o primeiro estudo pautado em análise matemática no campo das reservas internacionais. O interesse era então condensar os fatos apontados em estudos específicos acerca do nível ótimo de reservas internacionais em um índice específico (Heller, 1966).

Tal modelo foi feito assumindo que a economia do país em questão é pequena, aberta, primária e que acumule reservas por motivo de precaução, de modo que ela não possa afetar preços internacionais através das suas decisões. Caso ocorra um desequilíbrio externo, ela tem duas opções: amortecer o impacto através de variações nos preços e na renda, o que gera um custo social, ou destinar parte das reservas internacionais em sua posse para amortecer e suavizar o impacto na renda e nos preços evitando variações bruscas na balança de pagamentos. A decisão da autoridade monetária fazer uso do seu estoque de reservas para passaria então pelo seguinte questionamento: caso o custo de se manter reservas, enunciado da mesma forma que no artigo de Balogh como a diferença entre o retorno esperado do investimento em políticas públicas do montante retido em reservas e o retorno esperado do ativo mantido como reservas, for menor que o custo gerado pelo desequilíbrio, o governo fará uso do seu estoque de liquidez internacional para amortecer o choque, caso contrário ele não o fará.

Heller constrói um cenário internacional partindo de uma abstração onde a chance de incorrer em um desequilíbrio externo ou não é a mesma e que eles requerem sempre uma variação idêntica no nível de reservas. Essa variação é chamada de variação esperada das reservas e depende da expectativa dos formuladores de política no que concerne o uso das reservas e o tamanho médio dos desequilíbrios externos que assolam tal economia historicamente. De fato, são hipóteses heroicas como o próprio autor admite, mas como seu modelo não possui a pretensão de modelar resultados no

balanço de pagamentos para diversos países, modelar os resultados simplificados por um *random-walk* é a melhor saída. O modelo é resolvido através da igualdade entre o custo marginal do ajuste econômico ao desequilíbrio externo igualado ao custo marginal da posse de reservas. O resultado final é que o nível ótimo de reservas internacionais para um país em um determinado ano é uma função de sua variação esperada no estoque de reservas, após um desequilíbrio externo, multiplicada pela quantidade esperada de desequilíbrios que esse país irá incorrer no futuro. Essa quantidade esperada de déficits é, por sua vez, uma função inversa da propensão marginal a importar e do custo marginal de se reter reservas. Ou seja, quanto maior a propensão marginal a importar e maior o custo de se reter reservas, menor será a quantidade ótima de reservas internacionais que um país pode possuir. Algo que vai de acordo com as constatações de Balogh que dizia primeiro que, quanto mais integrado ao comércio internacional o país é, menos a necessidade por reservas e; segundo, que os países iriam recorrer com mais frequência a títulos públicos ao invés de ouro ou outros metais, pois o seu rendimento reduziria o custo de se reter reservas.

Em conjunto com as inovações teóricas empregadas por Heller no campo das reservas internacionais; como a de análise ótima, *random-walk* e expectativas adaptativas; ele ainda submete seu modelo a um teste econométrico em *cross-section*. Apesar de arbitrar sobre o custo de se reter reservas e estabelecer o valor de 5%, ele chega a resultados contundentes. Seu modelo apresenta resultados de acordo com o nível mundial de reservas internacionais no ano de 1963, o que constitui uma forte evidência da validade de seu estudo e, ao dividir grupos de países e rodar a mesma regressão, ele chega à conclusão de que os grupos de países desenvolvidos formados por países da Europa Ocidental e os Estados Unidos possuem níveis de reservas além do ótimo, enquanto países em desenvolvimento da Ásia, da África e da América-Latina possuem níveis inferiores ao ótimo na época. Fato esse totalmente coerente com o sistema de Bretton-Woods onde as reservas poderiam ser interpretadas como sendo bem excludentes e limitados e, além disso, haviam temores generalizados acerca de credibilidade do sistema, situação que afetava diretamente a demanda ótima de economias desenvolvidas por reservas internacionais.

Como a sua proposta inicial para a construção do modelo buscava uma finalidade prática, Heller finaliza sua análise propondo um índice constituído pela diferença entre o nível atual de reservas e o nível ótimo calculado com base em seu modelo. O uso

desse índice por um agente econômico seria mais prudente do que o até então amplamente utilizado calculado pelo *Bank of America*, constituído pela razão entre nível de reservas e volume de importações de um país em questão.

Apesar dos robustos resultados econométricos mostrados por seu modelo, Heller encerra o artigo com uma autocrítica, ressaltando certas hipóteses frágeis assumidas por ele para que se viabilizasse a construção do modelo. Talvez isso tenha contribuído para a quantidade de críticas que seu modelo recebeu nos anos que sucederam a publicação de seu artigo. Mesmo que Heller tenha utilizado elementos teóricos da Escola Monetarista, a primeira crítica teórica contundente partiu dela do ponto de vista teórico.

O ponto de partida que impulsionou o primeiro estudo crítico ao modelo de Heller foi a proposta de uma aproximação conceitual entre o mercado de reservas internacionais e o mercado monetário de um país. Assim seria possível traçar um paralelo teórico entre a demanda por reservas internacionais e a Teoria Quantitativa da Moeda e, ao invés de calcular o nível ótimo das reservas em um ponto do tempo, poder-se-ia traçar uma curva de demanda por reservas internacionais (Courchene e Youssef, 1967). Porém, expandir a Equação Quantitativa da Moeda sem nenhum ajuste teórico para o mercado de reservas internacionais poderia trazer inúmeras distorções nos resultados. Aparentemente não há nenhum problema em assumir que a oferta de reservas é totalmente exógena, principalmente quando se tratava da oferta no contexto do sistema de Bretton-Woods, mas é difícil assumir que a quantidade de reservas é neutra quanto ao volume de comércio internacional e que sua velocidade de circulação é constante. Para todo caso, estudos anteriores ao de Courchene e Youssef afirmam que os pressupostos da teoria quantitativa da moeda afirmam que seus pressupostos podem ser expandidos ao mercado de liquidez internacional sem nenhuma grande alteração (Drepes; Kindleberger e Salant, 1967).

Então foi rodado um modelo econométrico para testar-se a validade das variáveis até então utilizadas para se calcular o nível ótimo de reservas de um país. A variável dependente é o nível ótimo de reservas internacionais ao longo do tempo. Foram agregadas como variáveis independentes de sinal positivo a propensão marginal a importar e a propensão marginal ao aumento do gasto doméstico. A variável taxa e juros de longo prazo, como aproximação do custo de se reter reservas foi agregada ao

modelo com o sinal negativo. Foram utilizados dados de nove países desenvolvidos; alguns pequenos, como Bélgica, Suíça e Países Baixos, e outros grandes, como Alemanha, Japão e Austrália; para o período de sete anos, de 1958 a 1964. O modelo trouxe o resultado inesperado ao mostrar uma correlação muito forte, um t-valor muito alto, entre os gastos públicos, ou a oferta de moeda, e a taxa de juros de longo prazo e o nível de reservas constatado. Por outro lado, o nível de importações não trouxe um t-valor expressivo, o que contrariava a teoria de até então. A justificativa talvez seja a forte integração financeira internacional dos países da amostra, onde a conta capital e financeira pode ter mais peso que a balança comercial.

De fato, já existiam críticas do ponto de vista econométrico sobre a possibilidade de definir uma curva de demanda por reservas internacionais de um país mesmo antes da publicação do artigo de Heller. Chegou-se a afirmar que a demanda por reservas internacionais eram algo tão unicamente dependente das convicções pessoais dos formuladores de política que, estatisticamente, poderia se estabelecer uma correlação entre o nível de reservas de um país e qualquer outra coisa qualquer, seja o volume de comércio internacional, os níveis de preço ou até mesmo algo fora da órbita macroeconômica, como a decisão diária de vestuário de um indivíduo alheio a isso (Machlup, 1964). Os autores decididos a traçar uma curva de demanda por reservas internacionais se contrapuseram a essa proposição afirmando que, mesmo se os níveis de reservas internacionais forem definidos de modo completamente aleatório, a sua variação não é. Alegar que o nível e a variação de reservas internacionais como algo completamente não correlacionado com outras variáveis macroeconômicas seria desconsiderar o fato de que o pleno emprego e a estabilidade de preços, que dependem da estabilidade do balanço de pagamentos, tornaram-se uma meta altamente difundida entre os formuladores de política pública. Desse modo há uma forte racionalidade envolvida nas decisões que concernem os níveis de reservas internacionais de um país e isso pode ser modelado através de um modelo econômico (Courchene e Youssef, 1967).

Em 1967, mesmo ano da publicação da crítica monetarista por Courchene e Youssef, o sistema de Bretton-Woods já estava desgastado e a demanda dos países por liquidez internacional crescia cada vez mais. Como tais pressões forçavam ainda mais a demanda por ouro e o aumento do seu preço em relação ao dólar, o FMI recorreu à instituição de Direitos Especiais de Saque a fim de aumentar a liquidez internacional

sem que os países aumentassem seu estoque de reservas internacionais. Foi criado um fundo unicamente para esses saques na reunião do FMI no Rio de Janeiro em 1967. Países com desequilíbrios na sua balança de pagamentos que se tornassem devedores poderiam acessar o fundo baseado em uma série de contrapartidas (Pearce, 1992).

Tal atitude foi vista com certo ceticismo por parte da academia e dos diversos agentes internacionais que já especulavam pelo desgaste irremediável do sistema de Bretton-Woods. Nesse contexto foi enunciado por Michael Kelly, em sua tese de doutorado na Universidade de Chicago em 1968, um modelo para demanda por reservas internacionais que trazia a síntese teórica dos modelos anteriores junto a diversas inovações recentes para a época na teoria macroeconômica. Tal modelo só chegou a ser publicado em 1970 em um artigo de Kelly que criticava os critérios adotados pelo FMI para conceder os Direitos Especiais de Saque. Ele argumentou que o uso de um modelo no estilo *buffer-stock* seria adequado para calcular os impactos globais e locais de um aumento da liquidez internacional.

Os pressupostos utilizados no modelo são muito semelhantes aos de Heller. As variáveis utilizadas são a volatilidade da balança comercial, que é aproximada pela propensão marginal a importar; o custo de se reter reservas, dado pela diferença entre o custo de capital no país em questão e o rendimento dos ativos tidos como reservas; e as expectativas dos agentes envolvidos. Então é feita a maximização da utilidade do governo central em relação a sua capacidade de amortecer distúrbios externos ponderados pela probabilidade de que eles realmente aconteçam. A restrição dessa função é a função da redução no nível geral de renda causado pelo custo intrínseco do acúmulo de reservas.

Até então não há grandes inovações se compararmos aos modelos anteriores, mas elas foram agregadas ao considerar a posse de reservas internacionais como uma situação estratégica onde um agente deve considerar as decisões de todos os outros agentes ao tomar suas decisões e também na maneira com que as expectativas foram tratadas. Ao invés de modelar o papel das probabilidades e das expectativas como um *random-walk* onde a probabilidade de um país incorrer ou não em um desequilíbrio externo é igual como no modelo de Heller, ele parte de uma dada situação inicial onde o país se encontra em uma situação qualquer, de equilíbrio ou desequilíbrio, em um

ano qualquer e assume que a autoridade monetária do país age de acordo com expectativas adaptativas respondendo de maneira proativa aos acontecimentos do período anterior ao fazer a manutenção do seu nível de reservas no período atual. Para dar sustentação ao argumento de que a decisão do nível de reservas internacionais para um determinado país manter em estoque, o modelo assume que as reservas são um bem limitado e existem poucos agentes em seu mercado, essa situação pode corresponder a uma situação de oligopólio onde os agentes sabem que suas decisões afetam a quantidade do bem em questão no mercado, visto que sua oferta é inelástica e o seu preço é fixo. Como, em seu modelo os agentes possuem ciência da sua capacidade de afetar ações futuras de outros agentes, esse modelo possui um caráter dinâmico. Dado essa hipóteses, é traçada uma curva de demanda para reservas internacionais.

Esse modelo foi submetido ao teste econométrico mais completo até então. Foram agrupados dados de 46 países agrupados por estado de desenvolvimento e de abertura econômica nos anos de 1953 até 1965 em dados de painel. O teste revelou que o poder explicativo somado das variáveis independentes enunciadas supera em muito o do erro, mesmo que o do último seja superior ao de qualquer variável independente em separado. Isso pode ser explicado pela omissão dos fatores dinâmicos de ajuste, uma variável presente no modelo matemático que foi negligenciada no modelo econométrico por falta de dados. O que quer dizer que grande parte do erro deve se basear na posição específica de cada país no mercado de reservas internacionais (Kelly, 1970). A variável independente com maior poder de explicação, contrariando a pesquisa de Courchene e Youssef (1967) que utilizaram apenas dados para países desenvolvidos, foi a propensão marginal a importar, que apresentou sinal negativo no modelo como já era esperado. Como Kelly utilizou dados de países em desenvolvimento no seu teste econométrico e não apenas dados de países plenamente integrados financeiramente como é o caso de países desenvolvidos, é compreensível que os resultados obtidos apontassem que desequilíbrios nas balanças comerciais apresentassem maior impacto verificado no estoque de reservas internacionais de um determinado país em relação a desequilíbrios verificados na conta capital e financeira.

As conclusões que o modelo apresentou também poderiam demonstrar mais claramente o nível de correlação entre a variação de outros indicadores e os estoques

de reservas internacionais. Caso os fluxos comerciais e de capitais continuassem a crescer a uma taxa aproximada de sete por cento, como havia ocorrendo ao longo da segunda metade da década de 60, o modelo previa que a de demanda por reservas internacionais deveriam crescer a uma taxa de 5,9 por cento, maior do que a promessa do FMI de aumentar a liquidez internacional em cinco por cento através dos Direitos de Depósitos Especiais. Assim, a crítica final de Kelly é a de que a criação de um fundo por parte do FMI para amparar os Direitos Especiais de Saque não seria algo que solucionasse de uma vez por todas as pressões internacionais para a desvalorização da moeda americana frente ao ouro.

1.3 Taxas de câmbio flutuantes e países emergentes

Depois do fim do sistema de Bretton-Woods em 1973, passaram a vigorar um sistema de taxas flutuantes de câmbio. Isso fez que com houvesse um esforço para que se formulassem novos modelos que assumissem pressupostos coerentes com a nova realidade onde vigorava uma oferta elástica por reservas internacionais e onde os países desenvolvidos, com maior credibilidade internacional e maior facilidade para se financiar, demandavam reservas internacionais muito menos do que antes. (von Fustenberg, 1982).

Além da adequação dos modelos, os protagonistas no mercado de reservas internacionais haviam mudado e o foco de estudo também acabaria passando dos países desenvolvidos, relativamente os maiores retentores de reservas até então, para os países emergentes, que viriam a acumular uma quantidade de reservas muito superior aos demais. Esse movimento começou em 1981, após o segundo choque do petróleo, quando o Federal Reserve adotou uma política anti-inflacionária rígida através de um enorme aumento na taxa básica de juros. A dívida externa de vários países estava atrelada ao dólar, somado a isso houve uma apreciação do dólar no mercado de câmbio, o que fez o custo da dívida externa de países emergentes aumentarem. O custo aumentou tanto que chegou a esgotar os estoques de reservas internacionais de alguns e, conseqüentemente, tolheu a possibilidade de honrar com os compromissos internacionais. Essa situação, que ficou conhecida como Crise da Dívida da Década de 80, se alastrou pelo mundo ao longo da mesma década atingindo países latino-americanos, africanos, do leste europeu e do leste asiático. Nesse contexto, os países

emergentes começaram a aumentar o seu estoque de reservas internacionais em um nível bem superior ao dos países desenvolvidos, ainda que de uma maneira singela se comparada com as décadas seguintes, para se precaverem de choques externos semelhantes futuros (Krugman 2010).

Logo que esse movimento de acúmulo de reservas internacionais se disseminou entre alguns países em desenvolvimento, começaram a surgir os primeiros estudos acerca do fenômeno. Foi aí, na primeira metade da década de 1980, que os países emergentes se tornaram os protagonistas nos estudos publicados acerca da posse de reservas internacionais. Na academia, existia um debate entre dois grupos acerca da teoria da posse de reservas internacionais: os defensores da análise ótima, que postulavam que existe um nível ótimo de reservas internacionais para cada país e que isso é o que realmente provoca as variações nos estoques de reservas internacionais, e os defensores da abordagem monetarista da balança de pagamentos, que afirmava que a variação nas reservas internacionais era um resultado de um excesso de demanda por moeda, o que provocaria um aumento no nível do estoque de reservas, ou de um excesso de oferta, que provocaria uma redução no estoque (Edwards, 1984).

A solução proposta por Sebastian Edwards para a discussão é assumir que, como as autoridades monetárias são responsáveis tanto pela política monetária como pela gestão dos fundos de reservas internacionais, então existe uma correlação entre o nível de reservas de um dado país e a oferta de crédito no mesmo. Ou seja, se o estoque de reservas internacionais está muito baixo, deve haver uma pressão para que a oferta de crédito diminua e para aumentar o nível delas e vice-versa. Então, no intuito de provar que o estoque de reservas internacionais para países em desenvolvimento depende tanto de razões comerciais e financeiras como de razões monetárias, é montado um modelo econométrico de dados em painel para 23 países em desenvolvimento entre os anos de 1975 e 1982. Como ele não está interessado em determinar o nível ideal de reservas que algum elemento da amostra possa ter, mas sim o nível real que ele tem, são usadas como variáveis independentes o PIB, a propensão marginal a importar, a variação na balança comercial e os fatores inovadores: a diferença entre o nível desejado de reservas e o nível constatado no período anterior, onde o nível desejado era baseado no cálculo de Heller (1966), e os desequilíbrios monetários também no período anterior, dado pela oferta monetária ótima e nível constatado.

As conclusões do modelo de Edward indicaram, primeiramente, que excluir fatores monetários em um teste econométrico para reservas internacionais leva a coeficientes visados e que todas as variáveis inseridas no modelo foram relevantes para seu grau de robustez. Mas a conclusão mais forte é que não se pode ignorar o efeito das variações nos estoques de reservas internacionais nas variações internas na oferta de crédito. Em números, o modelo constatou que um aumento de um por cento na demanda por moeda leva a um aumento de 0,27 por cento no estoque de reservas internacionais do país em desenvolvimento em questão.

Após o fim da crise da dívida da década de 1980, o marco histórico mais relevante para o acúmulo de reservas internacionais foi a crise financeira asiática de 1997 e 1998. Em 1996 e 1997 o Japão passou por um período de desaceleração econômica e, com isso, ocorreu uma redução na sua demanda por importações. Muitos países do Leste Asiático; como a Tailândia, a Malásia, a Indonésia e a Coreia do Sul, eram dependentes comercialmente das importações japonesas e, em 1997, essas economias tiveram que enfrentar fortes desequilíbrios em suas balanças comerciais. Para manter seu câmbio estável e suavizar o impacto desses desequilíbrios, tais países recorreram a seus estoques de reservas internacionais. Porém esses não eram suficientes para suportar toda a pressão exercida pelo desequilíbrio e pela especulação de desvalorização de sua moeda. Com seu estoque de reservas em estado crítico, a saída foi recorrer ao FMI, o que não foi uma solução duradoura. A partir de julho de 2007 as moedas locais desvalorizaram-se severamente em relação ao dólar. Os governos tiveram que tomar decisões acerca de manter sua taxa de câmbio desvalorizada e suportar os terríveis efeitos negativos no seu sistema financeiro, já que a maior parte dos bancos possuíam dívidas fixadas em dólar, ou elevar radicalmente suas taxas de juros, que poderiam trazer efeitos igualmente negativos ao sistema financeiro.

Uma forte recessão entre os países envolvidos com repercussão internacional foi o resultado da Crise Financeira Asiática. Porém a recuperação dessa crise aconteceu rapidamente, muitos disseram que foi uma crise em forma de “V” (Krugman, 2010). Daí então, constatou-se que os países emergentes começaram a acumular ainda mais reservas internacionais, porém em um ritmo muito maior do que antes, mesmo que alguns dos maiores acumuladores, como Taiwan e China tenham passado praticamente ilesas pela crise.

Os primeiros estudos que tiveram seu foco na então recente superacumulação de reservas internacionais por parte dos países em desenvolvimento fizeram uso de ferramental teórico até então não utilizado na análise de reservas internacionais. Com base na modelagem estratégica combinando a Crítica de Lucas e os desenvolvimentos recentes em Teoria dos Jogos, podia-se agregar aos modelos aspectos mais específicos de cada país, tais como um alto risco país ou altas taxas de corrupção e até mesmo modelar aspectos específicos da gestão de reservas internacionais onde vigore um sistema político bipartidário.

A principal pergunta levantada pelo estudo de Aizenman e Marion (2004) é se, para qualquer país em desenvolvimento, um aumento no seu estoque de reservas internacionais indica que ele é um devedor confiável. Suponhamos que o país em questão esteja passando por diversos problemas macroeconômicos tais como variações bruscas no produto, risco país elevado e alto custo de arrecadação de impostos somado a uma rigidez na demanda por gastos públicos. Do ponto de vista da eficiência, podemos dizer que o país irá arcar com uma alta dívida externa, que propiciará a ele uma suavização do consumo em tempos de queda no produto, mas também irá demandar um elevado estoque de reservas internacionais que permitirá que ele suavize o consumo na presença de desequilíbrios externos, seja financiando seu balanço de pagamentos ou dando-lhe o grau de confiança necessário internacionalmente para manter o seu acesso aos mercados de capital internacionais em um momento tão adverso.

Porém, se adicionarmos elementos de economia política em nossa análise, não podemos dizer com certeza que o país em questão necessariamente adotará a política aparentemente mais eficiente. Agora suponha que o país possui dois partidos que seguem estilos de administração pública diferentes. O primeiro é rígido e segue a risca os planos de alocação de gastos públicos sugeridos pelos funcionários técnicos das suas instituições que querem fazer uma gestão eficiente das reservas em poder do governo. O segundo é oportunista e se vale de alterar os planos de gastos públicos a fim de beneficiar certos grupos de interesse através de financiamento a juros baixos com dinheiro público. Fica claro que o interesse instintivo do segundo seria utilizar o seu estoque de reservas internacionais e a sua capacidade de se financiar através de dívida externa para aumentar a capitalização dos grupos de interesse alinhados ao governo.

Além do custo social gerado pela gestão oportunista em si, ela ainda geraria um custo adicional durante a gestão do partido austero. Caso o partido austero esteja eleito agora, mas exista uma oportunidade considerável de mudança na gestão governamental no futuro, haveria um aumento no custo de se reter reservas internacionais, supondo que o partido rígido está ciente que o seu oponente fará uma gestão irresponsável das reservas acumuladas afinal ele não acumularia certa quantidade de reservas em um período para que elas sejam liquidadas em uma gestão futura simplesmente para atender a certos grupos de interesse. Até então nada mudaria os resultados obtidos por modelos que propunham calcular um nível ótimo de reservas internacionais, porém o uso de ferramental base da crítica de Lucas pode levar a resultados diversos (Aizenman e Marion, 2004).

Se o partido oportunista age de acordo com expectativas racionais e tem consciência de que os credores internacionais observam o seu nível de reservas internacionais por volume de dívida externa como indicador de sua credibilidade, ele pode aderir a uma política de acúmulo de reservas a fim de ter mais acesso aos mercados de capitais. Ou o partido austero se encontra em uma situação de crise onde a razão entre reservas e dívida está baixa demais para que os financiadores internacionais lhe concedam credibilidade, ele pode ter de incorrer também em uma política de acumulação de reservas em detrimento de uma política que visasse um aumento do bem-estar e a suavização do consumo, o que só agravaria a crise.

Após formulação matemática testada através de modelos econométricos, chegou-se a constatação de que uma situação generalizada de instabilidade política e corrupção em um país qualquer deve fazer com que o seu estoque de reservas internacionais tenda a um nível abaixo do ótimo mesmo que as autoridades oportunistas tenham ciência de que seu acesso ao mercado de crédito será restringido. Porém, se houverem dois partidos políticos, um austero e um oportunista, pode ser que o oportunista mantenha o estoque de reservas alto, pois pode ser mais vantajoso manter o acesso ao crédito internacional em relação a liquidação das reservas. Além disso, outro ponto ressaltado ainda mais intrigante é, caso o país possua dois partidos austeros, mas os dois discordam fortemente dos seus estilos de política adotados para gastos públicos, essa situação pode ter um efeito de aumento no custo de se reter reservas internacionais semelhantes ao custo em uma situação onde há um partido oportunista e um partido rígido. Em suma, a principal conclusão de Aizenman e Marion é que fatores político-

econômicos não podem ser dissociados de uma análise de nível ótimo de reservas internacionais para um país. Por fim, o problema trazido pela crítica de Lucas, onde agentes que favorecem a instabilidade política podem manipular de modo racional fatores macroeconômicos, pode ser driblado pelos credores internacionais através da observação de outros fatores, ao invés de somente observarem o risco país e a razão entre estoque de reservas internacionais e dívida externa, como o arcabouço institucional presente em cada país que favoreça a continuidade das políticas públicas.

Apesar das inovações teóricas inseridas por Aizenman e Marion (2004), as questões que envolviam o acúmulo recente de reservas internacionais por países em desenvolvimento, principalmente os países do Leste Asiático, não estavam resolvidas. Havia casos de países que não apresentavam características semelhantes de estabilidade ou instabilidade política apresentada e que mesmo assim acumulavam reservas como nunca. A verdade era que os pesquisadores estavam perplexos com as taxas astronômicas de acúmulo de reservas internacionais que foram apresentadas na segunda metade da primeira década do século XX. Enquanto os modelos de análise ótima discutidos na academia nas décadas de 1960, 1970 e 1980 constituíram uma representação útil para estimar os estoques de reservas dos países até a década de 1990, na década seguinte eles indicavam um acúmulo além do ótimo de reservas internacionais por parte dos países em desenvolvimento e o seu poder explicativo diminuiu para esses casos. Para uma noção numérica, o total de reservas internacionais possuído por todos os países do mundo somava aproximadamente um trilhão de dólares em 1990. Em 2005, esse total se aproximava de cinco trilhões. Apesar de que os estoques de reservas internacionais dos países desenvolvidos se mantiveram relativamente estáveis ao longo desse período, em torno de quatro por cento do PIB, a dos países em desenvolvimento passou de aproximadamente cinco por cento do PIB em média em 1990, para 27 por cento em 2006. Destaque para os países do Leste Asiático que passaram de também cinco por cento para 32 por cento, sendo a China um caso a parte que passou de um nível de um por cento do seu PIB em 1980 para 41 por cento em 2006. Nos anos seguintes esse movimento de aumento do estoque de reservas só se agravou mais, de modo que o estoque de reservas da China ultrapassou em mais de três vezes o valor anual da sua balança comercial (Aizenman, 2008).

A academia não tinha explicações para tal fenômeno, de modo que surgiu a demanda por um novo modelo que incorporasse novos aparatos teóricos e modelasse especificidades dos mercados emergentes a fim de explicar essa tendência. Afinal, por que os países emergentes acumulavam tão mais que os desenvolvidos, e os países asiáticos ainda mais que os emergentes em geral, e a China ainda mais que todos? Então foram empreendidos esforços em novos modelos capazes de agregar características específicas de cada mercado esperando que isso explicasse a tendência de acúmulo constatada. Assumindo que as reservas são acumuladas com base em uma motivação de segurança contra paradas súbitas de fluxos de capitais durante crises financeira em uma economia pequena e utilizando as variáveis padrão utilizadas nesses modelos; desequilíbrios monetários e comerciais, propensão a importar, PIB, custo de se reter reservas, expectativas e probabilidades de incorrer em desequilíbrios externos e redução nos fluxos de capital; foi construído um modelo de definição do nível de reservas internacionais baseado em maximização de bem-estar. Porém, foram inseridas mais variáveis que poderiam aderir características específicas de cada país ao modelo. Elas são: a aversão dos formuladores de política monetária ao risco de incorrer em uma crise externa de liquidez, e também uma de calibração que pode representar diversas outras variáveis como os ganhos de escala e os custos endógenos de manter um estoque de reservas internacionais (Jeanne e Rancière, 2011).

As novas incorporações teóricas que adicionaram características específicas de cada caso ao modelo propiciaram-lhe um ganho de qualidade empírica que foi capaz de explicar, através de experimento econométrico, os movimentos de acúmulos de reservas internacionais por países emergentes desde a década de 1980, até mesmo os acúmulos recentes em países da América Latina e Caribe. Porém não tiveram poder explicativo suficiente para explicar o caso do Leste Asiático que tomou proporções muito maiores. Afinal, com estoques tão grandes de reservas, os governos estavam arcando com custos sociais altíssimos para mantê-los. Mesmo que os pesquisadores tenham sugerido políticas alternativas que de fato foram adotadas, como fundos de gestão conjunta de reservas internacionais que permitiriam uma dissipação do custo de se reter reservas entre alguns países associados de modo que cada país pudesse reduzir em parte o seu estoque, o movimento de acumulação não diminuiu.

1.4 A razão para se possuir reservas internacionais

Como os modelos tradicionais não eram mais adequados para explicar a conjuntura atual dos países emergente, uma alternativa de explicação para o fenômeno deveria criticar a base da teoria econômica do acúmulo de reservas internacionais. Será que a hipótese de que os países emergentes, em especial os do Leste Asiático, acumulavam reservas com o intuito de se proteger de choques externos e garantir liquidez, como a teoria vinha supondo até então, ou será que havia outra razão envolvida?

Supor que o acúmulo de reservas internacionais estava associado à políticas de aumento do bem-estar social era uma alternativa válida. O fato de que os gestores dos fundos de reservas internacionais dos países asiáticos vinham diversificando cada vez mais seus leques de opção de investimento foram uma evidencia forte disso. No fim da primeira década do terceiro milênio e no início da década de 2010, surgiram várias evoluções na gestão de reservas internacionais. Tradicionalmente, os fundos soberanos de reservas internacionais mantinham-nas em forma ouro e em títulos da dívida do governo americano. Hoje já existem várias alternativas de investimento (Jeanne, 2007). Mesmo que a grande maior parte das reservas continue em forma de títulos americanos, hoje os fundos já se dão a liberdade de investir em títulos de dívida de vários outros países, principalmente aqueles vinculados ao euro e ao franco suíço, e mesmo de títulos de empresas privadas. O intuito é maximizar o rendimento do portfólio e minimizar o custo de se reter reservas internacionais. Surgiram, também, opções de gestão. Vários países, como é o caso do Chile, transferem parte de suas reservas para fundos soberanos de promoção de desenvolvimento econômico-social. A criação de fundos internacionais conjuntos de gestão de reservas reforçam que não há como ignorar o fato de que existe um fator desenvolvimentista no fenômeno do acúmulo recente de reservas internacionais.

Como consequência, construir um modelo onde o nível atual de reservas internacionais tivesse uma correlação positiva com uma perspectiva de variação futura da renda deveria resolver os problemas e encontrar um resultado coerente com o caso asiático. A fim de encontrar essa variação, Jeanne (2007) faz um estudo econométrico com países asiáticos e latino-americanos para dados dos anos de 2000 a 2005. Ela conclui que, mesmo agregando todas as variáveis relevantes enunciadas pela literatura predecessora, as políticas de acúmulos de reservas internacionais têm um efeito

positivo no produto. A variação esperada no PIB dado de um aumento de um ponto percentual no estoque de reservas internacionais é 0,22 pontos percentuais, e 2,2 pontos percentuais de redução da chance do país em questão incorrer em uma crise externa. As conclusões providas pela análise do modelo provaram que o acúmulo de reservas internacionais nos países emergentes era justificado por uma estratégia desenvolvimentista, já que constatou-se, de fato, uma correção entre aumento no PIB e acúmulo de reservas internacionais. Mas a pergunta de como isso acontecia permanecia sem solução.

Tal questão pode ser resolvida através de uma análise histórica que buscasse semelhanças políticas e institucionais entre os maiores acumuladores de reservas internacionais, ou seja, os países do Leste Asiático. Constatou-se que as autoridades governamentais da região em questão fomentaram o crescimento econômico das economias onde atuavam ao longo da segunda metade do século XX principalmente de duas formas: por mercantilismo financeiro ou por mercantilismo monetário (Aizenman e Lee, 2008).

Mercantilismo financeiro pode ser definido por políticas deliberativas em prol de um aumento do volume total de crédito somadas à baixas taxas de juros. Isso está associada à políticas de financiamento governamental, baixa regulamentação bancária e pressões governamentais para o aumento da concessão de crédito pelo setor financeiro. Mercantilismo monetário é uma estratégia que visa promover deliberadamente crescimento voltado para fora através da manutenção de um câmbio subvalorizado. Isso está diretamente atrelado à posse de altos estoques de reservas internacionais que possibilitem a manipulação dos mercados de câmbio através de longos períodos (Aizenman e Lee, 2008).

Por mais que seja difícil constatar quando um país está adotando uma estratégia clara de desenvolvimento mercantilista, seja monetário ou financeiro, uma análise histórica da região do Leste Asiático, principalmente do Japão e da Coreia do Sul no pós-guerra, favorece o raciocínio de que houve uma adoção alternada de estratégias de desenvolvimento mercantilista. Em períodos de crescimento do produto, os governos asiáticos favoreceram práticas de mercantilismo financeiro, quando em períodos de desaceleração foram adotadas práticas de mercantilismo monetário.

Com base na análise do caso asiático, pode-se afirmar com certa segurança que, apesar as fases iniciais do acúmulo de reservas internacionais no Leste Asiático terem sido dadas por fatores precaucionais como mostraram os modelos de análise ótima da década de 60 à década de 80, atualmente a razão para tal acúmulo parece ser a adoção de uma estratégia generalizada de mercantilismo monetário dado o atual cenário de crise financeira internacional. Porém, Aizenman e Lee (2008) ressaltam que tal situação pode levar a uma corrida às reservas internacionais quando um número suficiente de países começarem a adotar a mesma estratégia de desenvolvimento. Além das deseconomias causadas pela corrida em si e pelo astronômico aumento nos estoques de reservas por conta do custo de se reter reservas, elas podem ser potencializadas por políticas do tipo “empobreça seu vizinho”, onde as autoridades governamentais de um país, cientes da generalizada estratégia de desenvolvimento mercantilista adotada também por seus vizinhos, adotam medidas institucionais tais como o aumento de tarifas comerciais e de transações financeiras em relação aos países onde a adoção da estratégia mercantilista é constatada.

Esse possível futuro cenário, onde externalidades negativas seriam extremamente presentes gerando uma enorme deseconomia, inspiraram os primeiros estudos sobre os ganhos de escala de mecanismos cooperativistas na gestão das reservas internacionais que buscam propostas de gestão de reservas internacionais que reduzam os seus custos de retenção ou possibilitem uma redução em seu estoque sem comprometer a capacidade de um país de se proteger contra desequilíbrios externos ou seu potencial de desenvolvimento. A alternativa que tem obtido maior atenção da academia e das autoridades governamentais propõe uma gestão conjunta, entre dois ou mais países, de ao menos parte de seus estoques de reservas internacionais.

2. Os fundos conjuntos de reservas internacionais

2.1. Os primeiros estudos

No período do Entre-Guerras, foram empregados esforços em tentativas de retorno ao padrão-ouro. Por mais que algumas dessas tentativas tenham apresentado resultado, nenhum retorno foi duradouro. Nessa situação, os países que tinham, até então, seu balanço de pagamentos ajustado pelo mecanismo *price-spécie-flow* tiveram que enfrentar situações de desequilíbrio externo de modo perene, já que existia uma ausência de mecanismos eficientes de ajuste. A alternativa adotada pela maior parte das economias desenvolvidas e das diretamente alinhadas a essas foi a adoção da prática de controle cambial e controle do fluxo de capitais (Krugman, 2010). A situação ainda se agravava cada vez mais a cada passo que a Europa dava em direção à guerra, considerando que as nações se militarizam intensamente de modo que os fluxos de capitais que financiavam a indústria bélica do bloco ocidental não poderiam ser interrompidos em hipótese nenhuma. Surgiu então, para fim de evitar déficits nas contas nacionais dos países alinhados à economia britânica, o que ficou conhecido como fundo conjunto de dólares da Área Esterlina.

A Área Esterlina se construiu aos poucos do período entre 1931, no ano do abandono do padrão-ouro, e 1935, quando o termo Área Esterlina foi utilizado oficialmente pela primeira vez. Daí então vigoraram duas fortes órbitas de influência monetária no bloco ocidental: a já mencionada Área Esterlina e a Área Dólar. A primeira era composta pelo Reino Unido, suas ex-colônias e áreas de influência econômica; entre elas a Austrália, a Nova Zelândia, a Índia, o Paquistão, o Egito, a África do Sul e outros países que eventualmente ingressavam e saíam da Área. Formavam a segunda os Estados Unidos, o Canadá, os Países da América Latina, a Indonésia e outros países localizados em ilhas do Pacífico (Pearce, 1992). Essas estruturas surgiram quando países alinhados aos Estados Unidos ou à Inglaterra, após o fim do padrão-ouro, atrelaram seu câmbio a uma das duas moedas dependendo de sua órbita de influência. À medida que as fronteiras das áreas se tornaram cada vez mais claras, os países de cada respectiva área começaram a alinhar suas políticas externas de modo a fomentar o livre comércio entre eles e adotar medidas para reduzir possíveis déficits com a outra área.

Quando a Segunda Guerra estourou em 1939, o Reino Unido arquitetou em conjunto com os países da Área Esterlina uma maneira de financiar multilateralmente os déficits que a sua área eventualmente adquirisse com a Área Dólar. O intuito era impedir que fluxos de capitais direcionados para os países da Área Esterlina fossem drasticamente reduzidos por conta de desequilíbrios no Balanço de Pagamentos dos países integrantes ao longo da Segunda Guerra. Através de acordos informais, tais países da órbita de influência britânica concordaram em criar um fundo conjunto de reservas cambiais, um *pooling* de dólares, que centralizasse as decisões de transações extra-esterlinas e favorecesse os fluxos de capitais e o comércio interesterlino. Em suma, os países da área em questão fariam transações livremente entre eles em libra esterlina, enquanto que para transacionar com os países da Área Dólar deveriam recorrer ao fundo central de dólares, comprando dólares em caso de déficit ou para vendendo-o em caso de superávit. Essa operação A conversão imediata da libra era garantida pelo Banco da Inglaterra, caso algumas exigências fossem atendidas.

Antes mesmo que se completasse uma década do fim da Segunda Guerra Mundial, surgiram os primeiros artigos que buscavam analisar a viabilidade, funcionamento e os impactos econômicos de um fundo conjunto de reservas internacionais, antes mesmo das principais discussões acerca da posse de reservas internacionais. Inicialmente era necessário enunciar os princípios que fundamentavam o funcionamento do Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina, mesmo que ele fosse pautado principalmente em acordos informais, maleáveis e cheios de exceções. Porém, era possível observar os fundamentos adotados para administrar o fundo, já que ele operava de modo suficientemente transparente (Wright, 1954).

Mesmo países que fossem membros da Área Esterlina deveriam atender a algumas condições, além de adotarem livre fluxo de capital com os outros países da Área e coordenarem suas políticas de controle de capital proveniente de países de fora da Área, para terem acesso ao *pooling* de dólares e financiarem seus déficits. A primeira condição exigiam que todas as transações entre países que não integravam a Área e países que fossem membros dela deveria ser intermediada pela autoridade responsável pela gerência do Fundo Conjunto de Dólares, ou seja o Banco da Inglaterra. A segunda, que todo o excedente de dólares e ouro obtida em uma transação comercial ou atividade extrativista deveria imediatamente ser vendido ao Banco da Inglaterra, que garantia câmbio imediato em troca de libras esterlinas. Esse

excedente seria adicionado ao fundo. A terceira condição exigia que transações de países da Área Esterlina com países que não pertenciam a ela só deveria ocorrer mediante a emissão de licenças de importação concedidas pelo Banco da Inglaterra, uma condição que visava manter o equilíbrio externo da Área e evitar pontos de drenagem.

A esses princípios, existiram três principais exceções. No Pós-guerra, a Índia instituiu um fundo independente de dólares, o *Postwar Dollar Fund*, a fim de financiar a compra de bens de capital de países integrantes da Área Dólar sem que essas decisões de importação passassem pelo crivo do Banco da Inglaterra. Apesar da posição contrária do próprio Reino Unido e de outros países que integravam a Área, o grupo aquiesceu em abrir essa exceção no período entre 1944 e 1945. Eles temiam que a Índia, um dos maiores mercados consumidores entre os integrantes, se retirasse da Área. A outra exceção era a Reserva Nacional de Ouro da África do Sul que era completamente independente do Banco da Inglaterra. Existiam casos de países extremamente superavitários para o fundo conjunto de dólares, normalmente grandes produtores de ouro. O caso mais célebre era a África do Sul que, através da venda de ouro para o Banco da Inglaterra, contribuía para a manutenção do fundo e o financiamento do déficit de outros países da Área. Portanto, admitir que esse país mantivesse um fundo próprio de ouro era uma concessão pequena dada a enorme contribuição da África do Sul ao Fundo. A última exceção era o fundo nacional de reservas cambiais do Reino Unido, que também era desvinculado do fundo, mesmo a contragosto de diversos membros da Área.

Além dos três principais exigências para o acesso ao Fundo de Dólares, existiam outros princípios menos evidentes que vigoravam. Para que as reservas do fundo não se esvaíssem em transações deficitárias de um país específico a ponto que esse se tornasse um ponto de drenagem de reservas cambiais, era necessário cooperação, coordenação e transparência. As autoridades dos diversos países deveriam assumir o compromisso de importar apenas o estritamente necessário de países integrantes da Área Dólar. Isso se dava através da coordenação de mecanismos de controle cambial e controle de importações com os demais países da Área Esterlina, de acordo com o princípio da coordenação e da cooperação. Além disso deveriam prestar contas acerca de suas contas externas para os demais países em conferências periódicas onde era discutida a situação atual do Fundo, de acordo com o princípio da transparência.

Em 1947, foi instituído um comitê estatístico coordenado pelos ministros das finanças dos países-membros para auxiliar na gestão do Fundo e aumentar a transparência na questão das contas externas dos estados integrantes, uma consequência direta do aumento do déficit geral do Fundo gerado logo após o fim da Guerra, quando acordos multilaterais entre países da Área Dólar e da Área Esterlina tornaram as barreiras cambiais e comerciais mais maleáveis. A criação do comitê estatístico, por mais que contribuísse para a questão da transparência na Área, não garantiu que o Fundo mantivesse sua força por tempo após o fim da guerra onde o grau de coordenação entre os países membros diminuía cada vez mais. Os déficits só se tornaram mais constantes e maiores. Aspectos internos da economia britânica também contribuíram para isso, tais como a depreciação da libra em relação ao dólar e o aumento constante da quantidade de dólares no fundo nacional de reservas do Reino Unido, fato que desagradou os demais países membros gerando uma crise ainda mais grave de cooperação. De fato, em 1952, o Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina era basicamente sustentado pelos países produtores de ouro. Mesmo com sua influência drasticamente reduzida já em 1955, a Área Esterlina perdurou oficialmente até 1979, quando o Reino Unido aboliu a prática conjunta de controle externo com vários países que integraram a Área (Pearce, 1992).

O impacto macroeconômico da criação e do funcionamento do Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina foi estudado a partir de dois pontos de vista. O primeiro focava a questão da cooperação internacional, analisando os impactos nas economias como se fossem apenas uma grande economia. O segundo abordava a questão de uma maneira exclusiva, focando nos custos e benefícios gerados pelo fundo em cada economia de maneira independente, partido principalmente de um enfoque monetário.

De acordo com o ponto de vista da cooperação internacional (Wright, 1954), o Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina teve um impacto fundamentalmente positivo, já que propiciou aos demais países integrantes da Área uma alternativa ao cenário internacional de escassez generalizada de reservas cambiais durante a Segunda Guerra Mundial e no pós-Guerra. Como já foi mencionado no capítulo 1, as autoridades governamentais necessitam de reservas internacionais para manter a confiança de investidores estrangeiros garantindo fluxos de capitais e também suavizar o impacto de choques externos em sua economia. Como as economias não poderiam se dar ao luxo de amortecer esses choques diretamente em suas economias no período da Guerra,

quando dependiam diretamente de importações de armamento e bens de capital provenientes de economia da Área Dólar, a institucionalização do Fundo gerou um ganho de eficiência, já que economias deficitárias poderiam acessar reservas de economias superavitárias e manter seu níveis de consumo e produção, e seus fluxos de importações e investimentos. Além disso, no pós-Guerra, o fundo contribuiu para a manutenção do sistema de Bretton-Woods, já que reduziu a demanda internacional por dólares e, conseqüentemente, a quantidade ótima total de reservas internacionais em posse das diversas economias mundiais, amenizando a pressão da desvalorização do dólar frente ao ouro. Outro ponto positivo é, já que existe um custo intrínseco em manter estoques de reservas internacionais relacionado ao custo de oportunidade de não se realizar investimentos com o montante existente nesses estoques, que o investimento global total foi maior na presença do fundo do que em uma suposta situação onde ele não existisse e as economias da Área Esterlina praticassem uma gestão local de suas reservas internacionais.

Além desses pontos, existiram ganhos institucionais decorrentes da manutenção e administração do Fundo, ou seja, a existência do Fundo fomentou a cooperação entre os países membros. É notável que os pré-requisitos para se ter acesso ao Fundo garantia o livre comércio e o livre fluxo de capitais entre esses países, o que facilitou a obtenção de financiamento dentro da Área Esterlina para a reconstrução econômica no pós-Guerra. Além disso, a maneira que a gestão do fundo foi arquitetada, através de reuniões periódicas entre as autoridades diplomáticas que representam os países-membros mais a criação de um comitê estatístico constituído pelos ministros das finanças desses mesmos países, promovia decisões multilaterais, já que os países que contribuía para o Fundo de Dólares tinham mais oportunidades para coordenar suas decisões frente à outros agente internacionais. Isso lhes garantia um maior poder de negociação com a Área Dólar, já que os membros dessa não possuíam o mesmo grau de coordenação que os da Área Esterlina, fato que facilitou a obtenção de investimentos provenientes dos Estados Unidos que contribuía para a reconstrução de áreas devastadas pela Segunda Guerra Mundial.

Mesmo a análise que partia do enfoque em cooperação internacional pôde constatar que a criação e manutenção do Fundo gerou um ônus aos países da Área Esterlina que eram superavitários nas transações com a Área Dólar ou que eram grandes produtores de ouro, já que parte do investimento que poderia ser realizado com seus

excedentes foi redirecionado a países membros deficitários em forma de reservas cambiais. O enfoque monetarista (Zupnick, 1955) admitiu vários pontos positivos da análise anterior, mas constatou que a maneira que o Fundo foi arquitetado gerou prejuízos para as economias envolvidas favorecendo alocações ineficientes de reservas internacionais e fomentando uma tendência inflacionária generalizada na Área.

O problema da inflação decorreu do fato de não existir formalmente nenhuma coordenação entre as políticas monetária, comercial e financeira entre os integrantes da Área. Era de se esperar que uma redução no estoque de reservas internacionais de uma economia qualquer fosse acompanhada de uma contenção dos gastos do governo de modo a se conter a tendência deficitária, se preservar a confiança dos investidores internacionais e manter os fluxos de capital para essa economia. Porém, isso não aconteceu como era esperado entre vários países da Área Esterlina no pós-Guerra, pois as autoridades dessas economias podiam manter uma política de gastos governamentais mais flexível e ainda assim ter acesso aos recursos do Fundo de Dólares e manter o equilíbrio de suas contas externas, mesmo que isso se desse a partir de recursos disponibilizados por outros países. Assim vários países-membros adotaram políticas desenvolvimentistas, visando intensificar e diversificar seu processo de industrialização, estratégia que fomentava a inflação. Esse processo acabou se tornando uma bola de neve: a existência do fundo levava a um aumento anormal dos gastos do governo em uma economia que levava a um aumento da propensão marginal a importar que aumentava ainda mais o déficit externo da economia em questão que, novamente, recorria ao Fundo de Dólares e assim por diante. Isso gerava uma pressão inflacionária generalizada na Área, que culminava em pressões para que a libra esterlina se depreciasse frente ao dólar, fato que comprometia ainda mais as reservas do Fundo, que requeria cada vez mais recursos das economias superavitárias ou produtoras de ouro. Assim, as políticas desenvolvimentistas altamente inflacionárias era financiadas diretamente pelas reservas oferecidas por economias superavitárias. Em suma, o argumento em que o enfoque monetarista se baseia admite que a criação do Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina realmente contribuiu para a manutenção do sistema de Bretton-Woods e para um aumento total do investimento na Área Esterlina, porém acrescenta que, como os governos da Área Esterlina não possuíam coordenação em suas políticas fiscal e monetária e que o fundo foi

responsável por fomentar uma tendência inflacionária generalizada na Área Esterlina, além de perpetuar uma estratégia de alocação ineficiente de recursos públicos e uma distribuição injusta de reservas cambiais.

Pode-se concluir, a partir das primeiras análises do primeiro caso célebre de criação de um fundo conjunto de reservas internacionais, que a criação do Fundo de Dólares da Área Esterlina teve um impacto positivo nas economias integrantes principalmente ao longo da Segunda Guerra Mundial. Já no pós-Guerra, esse impacto não foi tão positivo quanto o esperado dado a falta de poder por parte da autoridade central do Fundo em coordenar as políticas dos países-membros, o que gerou as atitudes semelhantes a de “caronas” entre as autoridades de algumas economias integrantes ao formular suas políticas de gastos públicos. De fato, havia uma unanimidade acerca de que principal causa do fracasso do Fundo de Dólares da Área Esterlina foi a falta de coordenação, de modo que a solução dessa questão foi uma preocupação das autoridades econômicas e da academia nos períodos que se seguiram à publicação dos artigos de Wright e Zupnick em 1954 e 1955 respectivamente. Mesmo a Organização Europeia para a Cooperação Econômica, a instituição que antecedeu a criação para a União Europeia, demonstrou uma preocupação explícita em coordenar ao máximo, mesmo que gradualmente, as políticas monetárias, fiscais e comerciais dos países-membros, de modo que os problemas do Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina não fossem recorrentes na OECE (Zupnick, 1955).

2.2. Reservas internacionais como um bem de clube

Apesar de que o problema da coordenação foi facilmente constatado pelos primeiros estudos acerca de fundos conjuntos reservas internacionais, não havia, na teoria econômica da época, um modelo que se adequasse de modo aceitável ao caso. A teoria microeconômica para modelos de organização pública surgiu na década 1950. Ela apresentou um modelo econômico para a provisão de bens públicos puros por uma autoridade central em uma sociedade hipotética (Samuelson, 1955). Porém, não se pode tratar as reservas de um fundo conjunto como um bem público puro, já que o seu uso implica exclusão, mas tratá-las como um bem excludente também não seria adequado, considerando que todos os membros podem acessar as reservas desse fundo hipotético. Além dessas questões, haviam outras relacionadas com o problema

de se criar um modelo para um fundo coletivo de reservas internacionais. Simplificar matematicamente os tipos de custo que os membros enfrentariam ao ingressar no fundo, a quantidade ótima de reservas no fundo, a quantidade ótima de membros, os diferentes tipos de membros, os riscos envolvidos e o tamanho do clube em relação ao resto do mercado para reservas internacionais são alguns exemplos de questões que a teoria pura dos bens públicos não resolvia.

Em meados da década de 1960, deu-se início ao desenvolvimento de uma teoria que se adequou melhor ao caso dos fundos conjuntos de reservas. Ela propunha criar um modelo matemático para um estilo de organização pública mais maleável do que um governo, de tal modo que os membros dessa sociedade decidissem voluntariamente fazer parte dela, assim como em um clube. O objetivo inicial da Teoria dos Clubes era preencher um espaço entre a teoria dos bens puramente públicos e dos bens puramente privados, relaxando hipóteses de ambas as teorias e fazendo as adequações matemáticas necessárias de modo que a exclusão de membros associados, tão qual a inclusão de novos membros, é possível. O intuito era a criação de um modelo de associação cooperativa entre membros de uma sociedade que tenderia a um equilíbrio ótimo entre quantidade de integrantes desse clube e a extensão dos seus direitos de consumo de cada membro (Buchanan, 1965).

Inicialmente, a Teoria dos Clubes deu foco a um caso específico simples. Um clube que provê um único bem de clube; isto é um bem nem totalmente não-rival e nem completamente rival, mas que pode ser excludente de acordo com a decisão dos provedores; ou um bem público local; que é completamente ou parcialmente não-rival, mas provido apenas para membros do clube. Além de prover um único bem, o consumo de todos os membros desse clube é fixo assim como a taxa cobrada de cada membro pelo. A economia em que esse clube está inserido opera em um sistema de livre concorrência, ou seja possui infinitos consumidores e infinitas firmas, de modo que o clube é considerado pequeno. É necessário admitir, também, que existe uma vantagem e um custo intrínsecos em fazer parte de um clube. O clube pode prover os tipos de bens mencionados acima de modo mais eficiente do que se apenas um membro tentasse provê-lo unicamente para si só, dado a existência de custos marginais decrescentes. Imaginemos que uma família pretende fazer recreativo de um lago em uma cidade. O custo que a família irá arcar em se associar à um clube que seja localizado na margem do lago e ofereça atividades recreativas lá é menor do que

se a família optasse por comprar uma casa na beira do lago. Mesmo a alternativa de recorrer a áreas públicas no lago talvez não seja tão vantajosa quanto integrar o clube, já que é esperado que o clube ofereça um arcabouço estrutural para seus membros; tais como um cais, uma equipe salva-vidas, equipamentos esportivos; que a área pública provavelmente não oferece. Porém, existe um custo associado a quantidade de membros que o clube pode suportar, o que é chamado de custo de lotação, ou de congestionamento, que nada mais é que a soma dos custos operacionais que o clube arca ao admitir um membro adicional. Esse custo agrega os mais diversos custos, desde o custo na impressão dos documentos de registros de membros até os problemas de coordenação das preferências dos membros acerca da administração do clube. Isto é, a desutilidade dissipada por cada membro no momento do ingresso de um novo membro. A partir das duas funções, é montado uma operação de maximização da função da curva de receita marginal do clube, dado que todos os membros pagam tarifas de utilização iguais, sujeita a função do seu custo marginal de lotação. Assim, considerando também a decisão ótima de cada membro em integrar o clube ou não, pode-se encontrar a quantidade ótima de membros para o clube dado uma tarifa específica, ou encontrar uma tarifa dado o número de membros (Buchanan, 1965).

Como mencionado, essa operação também envolve um processo decisório no nível individual, onde são considerados o ganho de utilidade que o indivíduo tem ao ingressar no clube, dado o pagamento de uma taxa fixa, e as desutilidades gerada pelo ingresso dos outros membros somadas. Em suma, uma maximização dos fatores quantidade de bem provido pelo clube e o número de membros em uma função utilidade individual de um membro genérico composta pelos fatores renda menos o custo de provisão do bem dividido por cada membro em forma de tarifa, a quantidade de bem provido, e a quantidade de membros. A renda dos membros é normalmente dividida em outros dois fatores: o gasto total com os diversos bens privados não ofertados pelo clube somado a taxa que o membro arca por estar dentro do clube.

É notável que o primeiro modelo de clubes refletia uma situação muito restrita e distante da real estrutura de fundos conjuntos de reservas cambiais ou outros organismos internacionais, arquitetados com bases em estruturas institucionais muito mais complexas que um clube de golfe ou outros exemplos semelhantes. Porém, após a década de 1960, a Teoria dos Clubes agregou diversas inovações a ponto de ser

capaz de descrever situações mais complicadas. Para o caso em questão, seria mais coerente descrever um fundo conjunto de reservas internacionais como um clube não necessariamente pequeno, em relação ao tamanho do resto do mercado, onde os membros utilizam o bem fornecido pelo clube de modo variável e as tarifas cobradas dos membros também são variáveis.

Na realidade, um fundo de reservas internacionais é um fornecedor de diversos tipos de bens que podem ser requisitados em situações diversas, já que várias diferentes moedas, títulos de dívida e mesmo ações de companhias de capital aberto são utilizadas para o saldar as contas externas de um país (Pearce, 1992). Porém, supor que um fundo conjunto de reservas internacionais como um clube que provê um único bem não é uma hipótese heroica. Apesar que sejam utilizados vários tipos diferentes de ativos como reservas internacionais, a maioria esmagadora das transações envolvendo reservas internacionais são feitas em títulos de dívida do governo estadunidense, o ativo de maior liquidez internacional. Usando o estoque brasileiro de reservas internacionais como exemplo, ele é composto de aproximadamente 80% de títulos soberanos em sua grande maioria atrelados ao dólar estadunidense (Séries temporais do Banco Central do Brasil). Soma-se a isso o fato de que papéis ligados a outras moedas, como o iene japonês ou o franco suíço, não são demandados de maneira demasiadamente volátil, normalmente acompanhando os movimentos ocorridos com títulos de dívida do governo estadunidense, o que justifica a abstração de um fundo conjunto de reservas internacionais como um clube que provê um único bem (Dudsworth, 1992).

Porém, não se pode assumir que o uso das reservas ofertadas por um fundo conjunto é constante. Os integrantes de um fundo conjunto de reservas internacionais recorrem ao estoque de reservas de acordo com as variações nas suas contas externas. A própria construção do fundo se baseia na hipótese de que essas variações são, em algum grau, imprevisíveis, de modo que as reservas não são utilizadas de maneira constante. Nesse caso é necessário relaxar a hipótese utilizada no modelo básico de clubes onde a utilização dos bens providos por cada membro do clube é fixa e que a administração do clube tem pleno controle disso. A resposta para essa questão foi substituir o consumo fixo do bem provido pelo clube na operação de maximização pelo número de visitas que um membro pode fazer ao clube, considerando que não é mais o número de membros, mas o número total de visitas que é o fator responsável pelo custo

congestionamento no clube (Hindrix e Myles, 2006). Todas as outras variáveis permanecem inalteradas na função, principalmente a questão da tarifa ser fixa, porém a função custo de provisão arcado pelo clube agregará também a quantidade total de visitas ao clube, não só a quantidade de bem provido pois deve-se considerar que existe um custo de manutenção relacionado à quantidade de visitas.

As conclusões básicas da teoria dos clubes, de que uma organização pública no estilo de um clube propicia uma provisão de bens mais eficiente entre os membros do que se cada um optasse por uma provisão individual permanece válida mesmo após as alterações feitas a fim de tornar o modelo abrangente à utilização variável dos bens providos pelo clube. Porém, cobrando-se apenas uma taxa fixa de cada membro para o acesso ao clube, é de se esperar que ocorra um superutilização dos recursos providos pelo clube, de modo que cada membro realizará o máximo de visitas que puder dado que o custo de uma visita adicional é zero. Isso elevaria o custo de congestionamento somado ao custo de manutenção do clube ao máximo suportável. Isso acarretaria grandes problemas para a existência do clube. Independentemente do custo da tarifa, os membros, fariam uso das instalações do clube até um ponto em que os custos de provisão e manutenção do clube ultrapassassem a receita total a fim de obter o máximo de utilidade possível. O número de visitas só atingiria uma estabilidade quando o benefício marginal de um membro qualquer fazer uma visita ao clube seria igual ao custo de congestionamento aferido por conta da enorme quantidade de visitas. Ou seja, o clube simplesmente não existiria, pois não haveria nenhum ganho de utilidade em se associar a ele, sendo mais vantajoso prover o bem de clube em questão por conta própria, de forma privada. Soma-se a isso o fato de que a tarifa nunca seria suficiente para tornar o clube financeiramente viável, já que cada membro tenderia a fazer uso do clube de modo que o seu ganho de utilidade fosse maior que o custo com a tarifa, caso contrário ele não se associaria ao clube, e nesse caso isso implicaria, também, uma superlotação. Consequentemente, os únicos clubes viáveis seriam aqueles que tivessem um controle direto e arbitrário sobre a maneira que os membros fazem uso do que for provido pelo clube.

Porém existe uma solução para o problema da utilização variável de bens providos por um clube. A adoção de uma tarifa por visita, ou seja, uma tarifa sobre o uso viabiliza o funcionamento financeiro do clube e garante que sempre haverá um ganho de utilidade por ser membro. Refazendo a operação de maximização mencionada acima, mas

agregando um fator arbitrário que represente a tarifa por visita definida como um preço igual ao benefício marginal de outra visita menos o custo de congestionamento que ela causa, os membros do clube irão sempre fazer um número de visitas de modo que o utilidade obtida em se acessar o clube nunca se iguale ao custo imposto pelo congestionamento do clube, de modo que sempre haverá um ganho de utilidade por ser membro do clube. Além do mais, a cobrança da tarifa garante que os gastos do clube se igualem a suas receitas, de modo que ele seja financeiramente viável (Hindrix e Myles, 2006). De fato, é possível fazer uma crítica estrutural ao Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina acerca desse ponto. Tal estrutura era um clube que os membros faziam uso variável do bem provido, porém as tarifas cobradas para se ter acesso não eram relacionadas à quantidade de acessos feitas por cada membro. Afinal, os países deveriam apenas cumprir as exigências mencionadas e apresentar desequilíbrios em suas contas externas. De acordo com o modelo, isso deve trazer problemas de congestionamento e de viabilidade financeira, o que é condizente com o caso do Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina.

Já a definição do tamanho do clube em relação ao tamanho da economia apresentou questões mais complexas. Os primeiros modelos de clubes assumiam que seu tamanho era pequeno em relação ao resto do mercado, ou seja, a população de possíveis membros para os clubes tendia ao infinito. Desse modo, a conclusão de que a organização social em forma de clube fornece eficientemente bens de clube ou bens públicos locais pôde ser estendida para toda a economia. Afinal, uma população suficientemente grande pode ser sempre dividida em diversos outros clubes com quantidade ótima de membros provendo de maneira mais eficiente possível o bem em questão. Porém, por mais que seja uma hipótese possível de ser feita em alguns casos, assumir que qualquer fundo conjunto de reservas é um clube pequeno é uma hipótese pouco condizente com a realidade. Como o mercado de reservas internacionais é muito restrito, é improvável que exista um caso de um fundo conjunto retentor de reservas que não possua o mínimo poder de mercado. Além do mais, as associações em forma de fundos conjuntos tem se dado entre grandes possuidores dessas, como é o caso dos países integrantes do Eurosystem, que em 2013, juntos dispõe de mais de 808 bilhões de dólares em reservas cambiais, ou dos países que integram a Iniciativa de Chiang Mai, composta, também em 2013, por países donos de gigantescos estoques de reservas tais como a China, com um estoque de mais de 3

trilhões de dólares em reservas, o Japão, com mais de 1 trilhão e a Coréia do Sul, com mais de 300 bilhões (Banco Mundial).

Para que uma economia onde existem clubes grandes opere de modo a prover eficientemente os bens de clubes para toda a população, é esperado que a quantidade total de pessoas nessa economia seja um múltiplo inteiro da quantidade ótima de membros que os clubes podem abranger. Porém, essa situação parece improvável de acordo com as hipóteses assumidas anteriormente, onde a quantidade ótima de membros é específica ou restrita. Para analisar uma situação hipotética onde a população total de uma economia não seja um múltiplo inteiro do número ótimo de membros de um clube, vale a pena analisar um modelo simplificado de uma sociedade composta inicialmente por um clube que possui um número ótimo de membros e outro que não atingiu a quantidade necessária para fornecer o bem de modo ótimo. Uma das hipóteses assumidas anteriormente denotava que a tarifa que cada membro paga é fixa ou que depende da intensidade que cada membro faz uso do clube. Em todo caso, todos os membros pagam a mesma taxa independente do momento em que ingressaram no clube. Assumindo agora que as pessoas podem transitar livremente entre os clubes, alguns membros podem obter uma utilidade maior trocando de clube, mesmo que nenhum dos clubes estará no ponto de sua provisão ótima e que chegue o ponto onde ninguém mais deseja trocar de clube, ou seja, o ganho de utilidade de cada membro é igual ficando no clube em que está ou indo para o outro clube. O ponto de equilíbrio dessa sociedade dependerá, então, de fatores específicos, tais como o formato das funções de utilidade dos membros, as funções de custo arcada pelo clubes e pelos membros, ou do tamanho da população que compões os clubes, mas sabe-se que existirão quatro senários possíveis de equilíbrio para essa sociedade: no primeiro, existe um único clube eficiente na sociedade e a outra parte da população está simplesmente excluída; no segundo, há um único clube não tão eficiente contendo toda a população; no terceiro, dois clubes ineficientes de tamanhos iguais; no último caso, dois clubes de tamanhos diferentes; ressaltando que não há necessidade de que algum dos clubes estejam operando em seu ponto ótimo para que a sociedade esteja em equilíbrio, ou seja, a existência de um clube no seu ponto ótimo de provisão não implica, necessariamente, em ótimo social.

A questão das taxas cobradas de cada membro está diretamente relacionada com o tamanho do clube e com a maneira com que o clube é arquitetado. Como normalmente

os fundos conjuntos de reservas internacionais são formados por países que possuem estoques de dimensões consideravelmente diferentes, normalmente eles contribuem para o fundo de maneira proporcional ao tamanho do seu estoque. Ainda, a curva de demanda por reservas internacionais entre os membros tende a ser diferente, de modo que alguns países necessitam de mais reservas, e a uma taxa mais constante, que outros. Portanto, as tarifas cobradas para se integrar um fundo de reservas internacionais são normalmente diferentes e variáveis (Dudsworth, 1992).

Adicionando a hipótese de que as tarifas cobradas dos membros dos clubes diferem dependendo da situação de ingresso de cada membro, chega-se a conclusões distintas das apresentadas até esse ponto. A principal diferença é que provavelmente não haverá equilíbrio estático para essa sociedade hipotética. Partindo-se da mesma situação apresentada anteriormente, onde uma população tente a ser dividida em no máximo dois clubes, mas supondo que existam tarifas desiguais entre os membros, é fácil visualizar a ausência de equilíbrio único ou estável. Inicialmente, supõe-se que a sociedade estejam em um equilíbrio onde existe um clube no qual a utilidade dos membros por estar nele é mais alta do que as dos membros do outro clube, pela razão de que esse primeiro está mais perto do número ótimo de membros, e também que a tarifa adotada entre os membros é igualitária. Por alguma razão contratual, os clubes passam a poder adotar tarifas desiguais entre os membros. Assim, pode acontecer que um membro do clube mais perto do ótimo decida integrar o clube não-ótimo, desde que os membros do clube não ótimo aceitem pagar-lhe uma compensação para integrar o seu clube e levá-lo para um ponto mais perto do ótimo. Essa compensação dissipada entre os membros pode ser menor que o ganho de utilidade que cada um terá caso o clube receba um novo membro, de modo que a decisão é vantajosa para todos os envolvidos.. Ainda pode ocorrer que os membros do clube com maior população resolvam pagar para o membro que cogita sair, mas nesse novo cenário, pode ser que alguns membros do clube menor decidam ingressar no clube maior levando-o a um ponto além do ótimo, mas pagando uma compensação aos demais membros, de modo que esses mecanismos de “compra” de membros funcione de maneira simultânea. Isso torna difícil a caracterização de um equilíbrio estável e único. O mais provável é que exista um estado de equilíbrio dinâmico onde uma certa quantidade de membros ficará alternando entre os grupos em momentos sucessivos do tempo.

Claro que, caso todos os clubes operem no seu ótimo, a sociedade estará em equilíbrio mesmo se o esquema de tarifas variáveis ou desiguais for aplicado. Esse cenário foi considerado até agora no presente trabalho como improvável, mas clubes operando em seu ótimo pode ser o caso mais recorrente, principalmente em estruturas onde existam vários pontos definidos como ótimo em relação à quantidade de membros de um clube. Um bom exemplo são clubes em que a quantidade ótima de membros é um intervalo, como de 10 a 15 membros, e não um ponto. Outras estruturas possíveis de clubes que favorecem o estado de equilíbrio econômico são clubes que partilham membros, ou seja, clubes que aceitam como integrantes membros de outros clubes (Hindrix e Myles, 2006).

As inovações agregadas à teoria de clubes auxiliaram no estabelecimento de organismos de provisão de bens-de-clube ou de bens públicos locais muito mais eficientes do que os exemplos da década de 1950, como foi o caso do Fundo Conjunto de Dólares da Área Esterlina que apresentava vários problemas de constituição como aponta a teoria. Ainda assim, as conclusões obtidas através dos modelos de Teoria dos Clubes mostram limitações desse estilo de organização social que não podem ser ignoradas, principalmente no que tange a eficiência de uma economia. Normalmente, em adição ao que foi argumentado, clubes grandes em meio a populações pequenas, o caso mais próximo de clubes entre países, acarretam em uma provisão ineficiente dos bens-de-clube para a população como um todo, já que os clubes, administrados de modo racional, são cientes do poder de mercado que possuem, mesmo que façam uma provisão eficiente de bens-de-clube para os seus membros. Isso caracteriza um situação semelhante a de oligopólios, não tão eficiente do ponto de vista dos consumidores em relação a uma economia de concorrência perfeita, mais semelhante a uma situação onde os clubes são pequenos em relação ao tamanho da população total. Em suma, a eficiência dentro do clube não reflete, necessariamente, uma provisão eficiente do bem para a população total.

Considerando as expansões do modelo de clubes mencionadas acima, pôde-se construir modelos que se adequam a situações mais comuns e abrangentes, como é o caso de associações intergovernamentais. A ideia pauta-se na acedência de que internacionalmente não há governo, que impera um estado de anarquia entre os diversos agentes internacionais e suas relações se dão de modo cooperativo ou coercitivo, ou seja, apesar de todas as tentativas de se sobrepujar as relações entre

países a organismos internacionais, tais como ONU ou OMC, ainda não existe algo que possa ser chamado de governo dos governos de modo propriamente dito (Bull, 2002). Portanto, se países decidirem prover algo de modo conjunto e não coercivo, necessariamente será de modo cooperativo através de uma estrutura de clube. Um exemplo comumente usado é o caso da OTAN, um clube de países que oferece defesa aos seus países-membros de modo parcialmente não-rival e parcialmente rival. A defesa proporcionada pela OTAN aos membros pode ser entendida como um bem parcialmente não-rival porque países não membros, como o Brasil, podem se beneficiar dela. O Brasil possui pactos bilaterais de defesa com os Estados Unidos, pois ambos são membros da OEA. Os Estados Unidos são por sua vez membro da OTAN. Caso o Brasil entre em um confronto internacional e receba ajuda estadunidense, é provável que através do último, o Brasil receba ajuda de outros membros da OTAN pois os Estados Unidos podem recorrer à esses caso ele esteja envolvido no conflito (Hyndrix e Myles, 2006).

Ainda foram necessários adequações à Teoria dos Clubes para tratar da questão dos fundos conjuntos de reservas internacionais. O modelo construído especificamente para a análise dessa situação parte do pressuposto de que países que não possuam padrões de uso semelhantes ou correlacionados de suas reservas internacionais obtêm vantagens em criar um fundo de gestão conjunta contendo ao menos parte de seus estoques de reservas internacionais. Assim, esses estoques podem ser utilizados por todos os associados, reduzindo a quantidade de reservas em posse de cada um, mas mantendo o nível dos estoques que se pode acessar. O resultado é um nível de segurança semelhante ao da gestão individual das reservas, mas com um menor custo total em mantê-las.

O modelo parte de uma situação hipotética simples, onde existem apenas dois diferentes países que podem se associar e unir seus estoques de reservas internacionais. Cada país possui um chance qualquer de enfrentar um desequilíbrio em suas contas externas e ter que fazer uso de parte seu estoque de reservas internacionais para amortecer o déficit ou, caso se depare com um superávit, aumentar seu estoque de reservas. Também é necessário supor que essas chances de cada país incorrer em um desequilíbrio externo não são correlacionadas e completamente aleatórias. Também é definido de maneira arbitrária um componente de aversão ao risco nas curvas de demanda por reservas internacionais de cada país, isto é um dos

países tende a subestimar o real risco de incorrer em déficit externo e o outro tende a superestimar essa chance. Mesmo que a probabilidade de ambos em incorrer em desequilíbrios externos seja a mesma, uma das nações mantém o seu estoque mais alto.

Em um determinado ponto no tempo, ambos os países juntam seus estoques de reservas em um único fundo. A gerência do fundo, então, irá atuar como um agente independente que ofertará reservas internacionais para ambos os países em um situação de desequilíbrio externo. A gestão do fundo não impõe nenhuma diretriz sobre os países, de modo que eles continuem fazendo estocando reservas independentemente, mesmo que destinem todas elas ao fundo. A partir de então, a curva de acumulo de reservas por ambos os países muda, considerando que a situação torna-se estratégica, já que os países consideram as opções de acúmulo de seu parceiro para montar a sua curva, que se reflete na quantidade de reservas que o fundo dispõe. Em suma, ambos os países irão utilizar o perfil de comportamento ao risco do outro país para compor sua curva de demanda. Notadamente, ambos os países tem ciência do perfil diante do risco do outro país-membro.

A principal conclusão da análise é de que o perfil de aversão ao risco de cada membro afeta diretamente a magnitude dos benefícios de um país ao ingressar no fundo. Países que possuem um perfil mais propenso ao risco se beneficiam mais da associação do que países que possuem um perfil mais conservador. A partir do momento em que os países integram o fundo, eles deixam de acumular reservas com base apenas na sua chance estimada por eles próprio de enfrentar desequilíbrios externos, mas também na chance que eles estimam dos seus parceiros o enfrentarem dado a contribuição de cada um ao fundo. Assim, países que subestimem os reais riscos de incorrerem em desequilíbrios externos farão uma subprovisão de reservas ao fundo, mas essa será ajustada pela superprovisão do membro conservador, aquele que superestima os reais riscos de ele e de seus parceiros incorrerem em desequilíbrio externo.

Mas repare que, mesmo para os países que possuem um perfil conservador perante ao risco e que tenham que compensar o fraco acúmulo de reservas por parte de membros do fundo que subestimem o risco, pode ser vantajoso integrar o fundo de reservas internacionais em relação a manter um estoque de modo independente. Isso se deve

ao fato de que ambos os países levarão em conta a contribuição ofertada por todos os membros para montar sua curva de demanda por reservas internacionais, de modo que o estoque que um país específico teria que acumular é menor caso ele faça parte do fundo. Caso aconteça um déficit externo, o país conservador também poderá recorrer a parte do estoque que foi depositado por outros países. Exemplificando, considere o mesmo modelo simples onde existem apenas dois países, um avesso e outro anverso ao risco. Além disso, existem só dois períodos, sendo que no primeiro, ambas as nações apresentam equilíbrio nas suas contas externas. Ainda no primeiro período, a demanda por reservas internacionais de um dos países, digamos o de perfil avesso ao risco, será resultado da esperança desse país incorrer em déficit externo de alguma magnitude no período 2. Caso ele seja bem sucedido em montar um estoque de reservas internacionais para sanar esse déficit, esse país arcará com um custo de manter reservas internacionais diretamente proporcional à magnitude do estoque. Porém, se novamente no primeiro período, esse país ingressar em um fundo conjunto de reservas internacionais com o outro país que possui um perfil propenso ao risco, a demanda por reservas internacionais dele será a esperança dele incorrer em déficit externo de alguma magnitude no período 2 menos sua esperança de que o outro país não incorra também em déficit no período dois, dada as contribuições que cada país dará ao fundo. Isso implica que a quantidade de reservas acumuladas em um fundo conjunto de reservas internacionais será sempre menor ou igual a quantidade de reservas acumuladas pelo seus membros caso ele façam uma gestão individual de suas reservas.

Esse resultado leva em consideração que o perfil dos agentes em relação ao risco é racional sendo que, caso um dos países seja extremamente propenso ao risco de modo que o outro país conservador tenha que acumular reservas a um nível superior ao que faria sozinho para manter o fundo, o clube simplesmente não é formado. Além do mais, é possível minimizar ou anular a tendência que leva o país de perfil mais conservador em relação ao risco a acumular mais reservas, proporcionalmente em relação ao país propenso ao risco, através de esquemas estruturais do fundo, tais como direitos de saque ou parcela destinadas unicamente a um dos membros. (Dudsworth, 1992).

Outros benéficos da instituição de um fundo conjunto de reservas internacionais; tais como o aumento do investimento total da economia por conta da redução dos estoques

de reservas internacionais, a estabilidade externa das economias envolvidas ao longo de um período de liquidez e a queda nos custos de empréstimo internacional por conta de uma maior saúde financeira nas contas externas dos países-membros; não são explicitamente evidenciados no modelo, mas são outras vantagens existentes que vai de acordo com as conclusões da Teoria de Clubes. De fato, o modelo é simples e abstrai várias características da realidade dos fundos conjuntos de reservas internacionais, tais como ignorar a possibilidade da formação de um fundo conjunto de reservas internacionais afetar o acúmulo de reservas para países não membros e admitir que a única razão para o acúmulo de reservas é o motivo precaucional. Ainda há espaço para se questionar se, após ingressar no fundo, os países-membro alterariam o seu perfil diante do risco ou não, como é estabelecido no modelo. Mesmo após tantas simplificações, as conclusões apresentadas são contundentes e deram base para modelos posteriores(Williams, Tracy e Hazel, 2001).

2.3. Casos célebres

A presente seção apresenta quatro diferentes casos de formação de fundos conjuntos de reservas internacionais que tiveram atenção da academia recentemente. Os casos foram escolhidos para dar base a discussão que se segue no capítulo seguinte, acerca da possibilidade do Brasil ingressar em um fundo semelhante com outros países sul-americanos.

Primeiro, compara-se dois diferentes fundos conjuntos de reservas internacionais: o da CFA, Comunidade Financeira Africana, e da UMCO, União Monetária do Caribe Oriental. Escolheu-se abordar esses casos pois foi a primeira análise rigorosa, com base no modelo de Dudsworth de 1992, desse tipo de arranjo institucional. Ainda, os exemplos em questão se enquadram em casos simples do ponto de vista teórico: de países pequenos que formam clubes pequenos em relação à toda a economia. Por fim, os fundos considerados nessa análise são diametralmente opostos; tratando-se de nível de renda, composição das exportações, arcabouço institucional e resultados da política de divisão dos estoques de reservas internacionais em si; o que é útil para a análise central do presente trabalho.

Segundo, analisa-se a Iniciativa de Chiang Mai, um fundo de reservas composto pelos ASEAN+3 (sigla em inglês para Associação das Nações do Sudoeste Asiático). É o caso que recebeu mais atenção por parte da academia e das autoridades monetárias, pois esse caso envolve quatro dos dez maiores retentores de reservas: a China, o Japão, a Coreia do Sul e Hong Kong. É uma situação completamente diferente dos casos mencionados anteriormente de modo que, do ponto de vista teórico, poderíamos retratar o fundo como um clube grande em relação ao resto da economia. A criação de um fundo de tal magnitude acabou por incitar a discussão acerca dos efeitos da criação de fundos semelhantes sobre diversos outros temas da esfera econômica tais como: estratégias de desenvolvimento, eficiência de mercados financeiros, áreas de livre comércio, falhas de mercado e eficiência institucional. Assim, as discussões envolvendo a Iniciativa de Chiang Mai elevaram a discussão acerca de fundos conjuntos de reservas internacionais a um outro patamar, já que exigiram modelos mais complexos que abordassem a questão de modo mais completo.

Por fim, foca-se na estrutura do FLAR, Fundo Latino-Americano de Reservas Internacionais. Não é um caso extremo que envolva países que possuam estoque tão grandes de reservas internacionais, como o caso da Iniciativa de Chiang Mai, e nem envolve países tão pequenos como no caso da UMCO. Ainda assim, levanta diversas questões diversas tais como estruturas de coordenação na presença de risco moral, relação entre os fundos conjuntos de reservas internacionais com as demais instituições financeiras internacionais, e proteção contra “paradas bruscas”, situações de curto excesso de precaução nos mercados financeiros globais que acabam por interromper os fluxos de capital estrangeiros para países emergentes. De fato, a estrutura do FLAR é o caso real mais próximo do caso hipotético que esse trabalho pretende analisar.

2.3.1. UMCO e CFA

As primeiras questões apresentadas pelo modelo de Dudsworth (1992) tangiam a razão econômica para a formação de fundos conjuntos de reservas internacionais. O modelo concluía que, em um fundo conjunto, qualquer país membro reduziria seu estoque de reservas internacionais mantendo o mesmo nível de proteção contra déficits externos, de modo que os custos relacionados a manter um estoque de reservas internacionais diminuiria. Daí derivaram-se outras questões passíveis de

serem respondidas através de testes econométricos e por análises institucionais dos fundos. As principais perguntas eram acerca do real ganho de se manter um fundo conjunto de reservas internacionais, ou seja a diferença pontual entre o estoque de reservas que um país manteria caso não estivesse incluído no fundo mantendo o mesmo nível de proteção contra choques externos, e quão importante era a estrutura institucional para manter um funcionamento eficiente no fundo (Williams, Polius e Hazel, 2001).

Quando o modelo de Dudsworth ganhou repercussão na academia, discutia-se a formação de áreas de livre-mercado e outras associações internacionais afins, tais como áreas monetárias ótimas. Portanto, nada mais natural que as primeiras análises fossem feitas com base nas estruturas dos fundos conjuntos de reservas internacionais da UMCO e da CFA. Ambos os casos eram peculiares, pois além de envolverem dimensões pequenas em relação ao resto do mercado de reservas internacionais, envolviam países integrantes de uniões monetárias e que mantinham o comércio livre entre si. Assim, poderia ser feita uma comparação entre dois casos semelhantes em termos de classificação, mas muito diferentes do ponto de vista conjuntural e institucional, já que as economias incluídas na CFA são principalmente primário-exportadores enquanto as economias da UMCO tem no turismo, ou seja no setor de serviços, sua principal fonte de moeda estrangeira.

Primeiramente, recorreu-se a definição de reservas internacionais hipotéticas (Medhora, 1992) para se analisar os ganhos dos países em questão tendo ingressado no fundo conjunto. Nada mais é do que a comparação entre resultados econométricos do modelo de Dudsworth e de um outro modelo de nível ótimo de reservas internacionais de um país, no estilo do modelo de Heller de 1966. Assim, podia-se analisar os ganhos de cada país com a criação do fundo em qualquer período específico, analisar o impacto de choques específicos nos estoques de cada fundo e também comparar os ganhos propiciados aos países em média por ambos os fundos.

Os testes econométricos foram aplicados para a região no período de 1980 a 1997. Os ganhos dos países da UMCO foram significativos, de modo que alguns países, como foi o caso de Dominica e Anguilla, tiveram ganhos superiores a 100% comparando-se com a situação hipotética na qual eles fariam a gestão de suas reservas de modo independente durante todo o período. Apenas um país não apresentou ganhos reais

por ingressar no fundo conjunto. Foi o caso de Granada, que apresentava uma variação histórica muito pequena no seu estoque de reservas internacionais para submeter-se à alta variação no estoque disponível para empréstimo do fundo conjunto da UMCO. Ainda assim, todos os países-membros tiveram, em média, ganhos de proteção equivalentes a um aumento de 20% no seu estoque de reservas internacionais caso praticassem uma gestão independente, sem incorrer no custo da manutenção desse estoque supostamente maior.

Já para os integrantes da CFA, os ganhos não foram tão positivos. Quase todos os países africanos enfrentaram perdas por ingressar no fundo em ao menos um ano do período analisado. Os únicos que se beneficiaram continuamente da existência do fundo foram o Gabão e o Chade, exatamente os países que apresentam a maior taxa de variação no seu estoque de reservas internacionais. De fato, a composição da CFA é muito mais heterogênea que da UMCO, principalmente acerca de sua pauta de exportação. Além do mais, os membros da CFA enfrentaram choques externos mais bruscos na década de 80 dos que os membros da UMCO. Ainda assim, dada as perdas calculadas para países que tem uma menor variação média em suas contas externas e que tendem a se beneficiar menos da estrutura de gestão conjunta, como foi o caso de Camarões, e os enormes ganhos de até 133% por parte dos países que apresentam uma maior volatilidade nas suas balanças comerciais, os resultados apresentam um forte indício de que o arranjo institucional do fundo conjunto de reservas internacional da CFA favoreceu os países que conduziam sua política fiscal de maneira irresponsável através de um sistema de distribuição assimétrica de ganhos (Williams, Polius e Hazel, 2001).

Ao compara detalhes da estrutura institucional de ambos os fundos, torna-se claro que a estrutura de acesso ao fundo da CFA favoreceu países que guiavam a sua política fiscal de maneira mais irresponsável, caso comparado com a estrutura do fundo caribenho. Inicialmente, o responsável pelo fundo da UMCO, o Banco Central do Caribe Oriental, ou BCCO, não exigia que os bancos comerciais em território caribenho repassassem todas as suas reservas estrangeiras ao seu controle, mas exigia que eles se comprometessem a vendê-las a ele caso lhes fosse requisitado e que parte do depósito compulsório desses bancos no BCCO fosse realizado em forma de moeda estrangeira. Soma-se a isso o fato de que o único objetivo declarado do BCCO era a contenção da inflação e o equilíbrio externo da região como um todo, sendo que o

equilíbrio de cada país ou instituição financeira em específico ficava a cargo das autoridades locais.

Os requisitos necessários para se ter acesso às reservas do fundo da UMCO eram monitorados pelo BCCO, que só concederia um montante corresponde a 40% do seu estoque de reservas no início do ano, os outros 60% e os eventuais adicionais só seriam usados para manter o equilíbrio externo da região por completo. Esses pré-requisitos eram o esgotamento total do estoque de reservas antes que o país em questão recorresse ao fundo e a condição de que o empréstimo não passasse de 10% da receita tributária anual do governo em questão. Caso uma quantia maior fosse necessária, o governo em especial deveria recorrer a financiamento por parte das instituições privadas. Isso favorecia a adoção de políticas de responsabilidade fiscal, já que o custo com o financiamento privado é mais alto que o custo com o financiamento dado pelo fundo. Somado a isso, existia ainda um sistema de cotas por país, de modo que, mesmo que um governo pedisse um empréstimo por razões sazonais menor que 10% de sua receita, o fundo não poderia se valer da cota de outros países para conceder o empréstimo caso não possuísse mais recursos livres. Assim, podia-se estabelecer um sistema de metas que evitava tanto pontos de drenagem como superacúmulos de reservas por parte de algum membro (Williams, Polius e Hazel, 2001).

Já a CFA funcionava através de um sistema de dois bancos centrais, O Banco Central da África Ocidental e o Banco Central da África Central, que exigiam que toda a moeda estrangeira que entrasse na área fosse convertida em francos da CFA e ficavam em poder desse bancos centrais. A conversão era realizada pelo Banco Central da França, que exigia que 65% do estoque de reservas internacionais fosse mantido em uma conta de transações por precaução. Todo o resto, então, era colocado a disposição dos países integrantes em um fundo conjunto de reservas internacionais. De fato, isso não ocorreu de maneira rigorosa, já que alguns governos utilizaram reservas internacionais em sua posse, ou mesmo retiradas do fundo conjunto da CFA, como instrumento de política fiscal, já que sua moeda era atrelada ao dólar.

Para evitar uma utilização desnecessária das reservas do fundo africano, havia uma meta que visava manter o estoque de reservas internacional da cada banco central africano em um nível mínimo 20% de toda a base monetária, um valor fixo, já que o

franco da CFA tinha câmbio fixo com o dólar. Os empréstimos também deviam ser ofertados a um nível de também até 20% da receita fiscal do ano anterior do país que requisitou o acesso ao estoque do fundo, porém essa regra podia ser relaxada dada uma decisão do conselho administrativo da instituição. Além do mais, diferente do sistema de cotas da UMCO, não haviam restrições para o uso de reservas depositadas por outros países. Inexistia, também, algum tipo de controle fiscal exigido para o acesso ao estoque do fundo, o que gerava problemas de coordenação e redução dos ganhos reais do fundo.

A partir dos resultados fornecidos pelos testes econométricos com base em reservas hipotéticas e as constatações feitas através da análise do arcabouço institucional de ambos os fundos conjuntos de reservas internacionais pode-se evidenciar as diferenças conjunturais que favoreceram o sucesso do fundo de reservas da UMCO e o fracasso do da CFA. A estrutura institucional do primeiro fundo mencionado incentivava a responsabilidade fiscal dos seus membros por meio das garantias exigidas pelo BCCO ao conceder reservas internacionais. Somado a isso, o crédito em poder do fundo nunca poderia ser esgotado, dada a política de cotas por membro contribuinte e ao estoque de precaução mantido pelo BCCO em si. Diferentemente, é questionável o fato de que, em média, os países da CFA se beneficiaram da estrutura de gestão conjunta de reservas internacionais mais do que caso fizessem uma gestão independente no período de 1980 até 1997. Ambos os bancos centrais que operavam na área não pediam uma contrapartida fiscal para que os governos acessassem os estoques do fundo, de modo que eles tinha livre acesso, não havendo nem ao menos a existência de nenhum tipo sistema de cota por contribuinte. Além do mais, a possibilidade de usar reservas internacionais como recurso de política fiscal dado a paridade cambial, somado ao perfil propenso a monetização das autoridades fazendárias de alguns países africanos, funcionava como ponto de drenagem de reservas. O resultado foi que o fundo não foi bem sucedido em proteger os países-membros da CFA contra as crises da década de 1980 de modo que problemas fiscais e moratórias de dívida externa se propagaram na região sem que o Fundo Conjunto de Reservas Internacionais da CFA amenizasse os custos do choque na maioria de seus países-membros de maneira relevante (Williams, Polius e Hazel, 2001).

2.3.2. A Iniciativa de Chiang Mai

Os países-membros do ASEAN tiveram a primeira atitude de organizar suas reservas internacionais em um fundo conjunto em 1977, muito antes de que a academia, que então se focava em níveis ótimos de estoques de reservas internacionais, direcionasse seu foco para a região. Algo razoável, já que era uma iniciativa tímida por parte países que possuíam estoques pequenos de reservas (Kohscheen e Taylor, 2008). O situação mudou após a crise de 1997 na Ásia, que começou na Tailândia e foi se expandindo pelos seus vizinhos até atingir proporções globais. Foi, então, percebido que países com maiores estoques de reservas internacionais sofreram menos com o contágio da crise, como foi o caso do Hong Kong.

O primeiro intuito das autoridades do Leste Asiático ao se depararem com a escassez de liquidez externa durante a crise foi recorrer a empréstimo no FMI. Porém, o FMI não foi capaz de atender a demanda de todos os países que requisitavam empréstimos, de modo que ficou clara a insuficiência na provisão de liquidez externa por parte do credor global de última instância durante uma situação de crise generalizada (Kohscheen e Taylor, 2008). Deu-se, assim, um aumento no ritmo de acúmulo de reservas internacionais por parte de diversos países, de modo que os países da região do Sudeste Asiático acabaram por se tornar os maiores retentores globais de reservas, como mencionado no capítulo anterior.

No intuito de reduzir os problemas de coordenação de política econômica internacional expostos durante a crise e diminuir, também, os custo em manter estoques independentes tão grandes de reservas internacionais, os países do leste da Ásia demonstraram interesse em aumentar o grau de coordenação de sua política econômica. O fato mais emblemático dessa empreitada foi a conferência de Chiang Mai, nomeada assim por conta cidade Tailandesa que hospedou, em maio de 2000, um congresso internacional composto por autoridades do grupo de países conhecidos como ASEAN+3; incluindo a China, o Japão e a Coreia do Sul no grupo dos ASEAN. O resultado dessa conferência foi um conjunto de diretrizes conhecido como Iniciativa de Chiang Mai, e entre essas diretrizes estava a decisão de criar um fundo conjunto de reservas internacionais composto pelos países envolvidos na conferência.

O Fundo de Reservas Internacionais da Iniciativa de Chiang Mai operava de uma maneira diferente dos fundos analisados até agora, já que países integrantes não

declaravam que a taxa de câmbio de suas moedas era oficialmente atrelada ao valor da moeda de outro país. Então, os países depositavam parte de suas reservas internacionais na conta do Fundo Conjunto da Iniciativa de Chiang Mai, ou FCICM, de modo que elas fossem geridas pelas autoridades responsáveis, que eram selecionadas multilateralmente. Assim, o Fundo era designado a fazer operações cambiais bilaterais de liquidez, ou OBLs, entre pares de países-membros. Assim, o fundo vendia valores determinados de reservas internacionais depositadas por algum dos membros em troca da quantidade correspondente em moeda local de um outro membro através de um sistema de contratos bilaterais. Esse empréstimo deveria ser quitado em um período de até 90 dias, mas poderia ser estendido a um período de até dois anos (Fee e Li, 2009).

Estando formado o Fundo Conjunto de Reservas Internacionais da Iniciativa de Chiang Mai, os países dividiam suas estratégias de proteção contra choques externos em três órbitas: primeiro, em caso de déficits sazonais de pequena magnitude, eles poderiam recorrer às OBLs oferecidas pelo fundo, pois era a opção que envolvia a menor redução no seu nível de proteção; segundo, caso necessitassem de maior cobertura, poderiam recorrer ao seu próprio estoque de reservas internacionais; e terceiro, caso o choque fosse grave o suficiente para baixar a quantidade de reservas internacionais em sua posse de algum país-membro a níveis críticos, eles poderiam recorrer a empréstimos do FMI (Bird; Siregar e Rajan, 2003). Além de aumentar a proteção contra momentos de escassez de liquidez internacional, outro foco da estrutura é prover um sistema de distribuição de reservas justo. As autoridades responsáveis pela gerência do Fundo se valem da mesma estrutura e parâmetros usados pelo FMI para conceder empréstimos aos governos que demandam, que age dentro do fundo monitorando se os membros estão de acordo com os pré-requisitos de acesso, a fim de mitigar a presença de risco moral, comumente evidenciado nesses tipos de formações multilaterais, e fomentar a responsabilidade fiscal entre os membros (Kohscheen e Taylor, 2008).

Mesmo que a administração do FCICM não divulgue com qualquer regularidade a quantidade de reservas, dado os enormes estoques mantidos por alguns membros como a China e o Japão, a magnitude da iniciativa parece ser irrelevante. Em 2009, era estimado que o fundo gerisse apenas em torno de 60 bilhões de dólares em reservas (Kohscheen e Taylor, 2008). Uma quantia demasiadamente pequena, considerando que, em 1997, a Tailândia por si só requisitou um empréstimo de 17 bilhões ao FMI.

Porém, sabe-se que esse valor está se elevando ano após ano, dada a estimativa de que, em 2012, o fundo administrasse algo em torno de 240 bilhões de dólares em reservas². Ainda assim, é um estoque pequeno se comparado aos valores dos estoques de reservas da China, do Japão, de Hong Kong e da Coreia do Sul, que em 2012 somados faziam a gestão individual de mais de 5 trilhões de dólares em reservas (Banco Mundial, 2013).

Dada a pequenez relativa do FCICM, foi natural questionar se havia algum ganho real em termos de cobertura contra choques externos para os países-membros. Para analisar a situação, foi utilizado o modelo de reservas hipotéticas, assim como foi feito para os fundos da UMCO e da CFA (Rajan; Siregar e Bird, 2003). Os resultados indicaram que, realmente há ganhos na gestão conjunta de uma parcela tão pequena dos estoques dos integrantes. Como já era esperado, os países mais beneficiados foram os menores que possuem uma maior taxa de variação no seu estoque de reservas internacionais, como é o caso do Laos e de Mianmar. Ainda sim, foi verificado que países que são contribuintes mais expressivos, como é o caso de Singapura, também se beneficiaram, pois o ótimo indicado pelo modelo para o grau de compartilhamento de suas reservas é muito pequeno, em torno de 1%, dado que seu estoque varia muito pouco. O mais interessante foi que o resultado indicou um nível ótimo de compartilhamento altíssimo, acima de 80%, para países que possuem um estoque muito grande de reservas internacionais, dado o custo dos estoques e ignorando os efeitos colaterais de um compartilhamento completo. Ou seja, o modelo admiti que a variação na balança comercial desses países é muito pequena, o que implica em um risco ínfimo de incorrerem em desequilíbrio externo, mas o modelo não agrega o fato de que essa situação decorre, e parte, do fato de que esses países possuem tais enormes estoques de reservas.

Ainda existem países que não se beneficiariam financeiramente do Fundo no período analisado, é o caso da Tailândia e da Malásia por conta das proporções entre suas reservas e suas importações e a taxa de variação de suas reservas internacionais de acordo com o modelo. A última conclusão é que o grau de compartilhamento ótimo entre todos os membros feitas as devidas ponderações, e assumindo que todos os

² THE NEWS: INTERnATINAL. Disponível em: <http://www.thenews.com.pk/Todays-News-3-98519-Briefs> . Acessado em 14 de setembro de 2012.

países devem compartilhar na mesma intensidade, é de 20% dos totais dos estoques de reservas.

Reservas internacionais no Leste Asiático após a iniciativa de Chiang Mai (US\$ - bilhões)

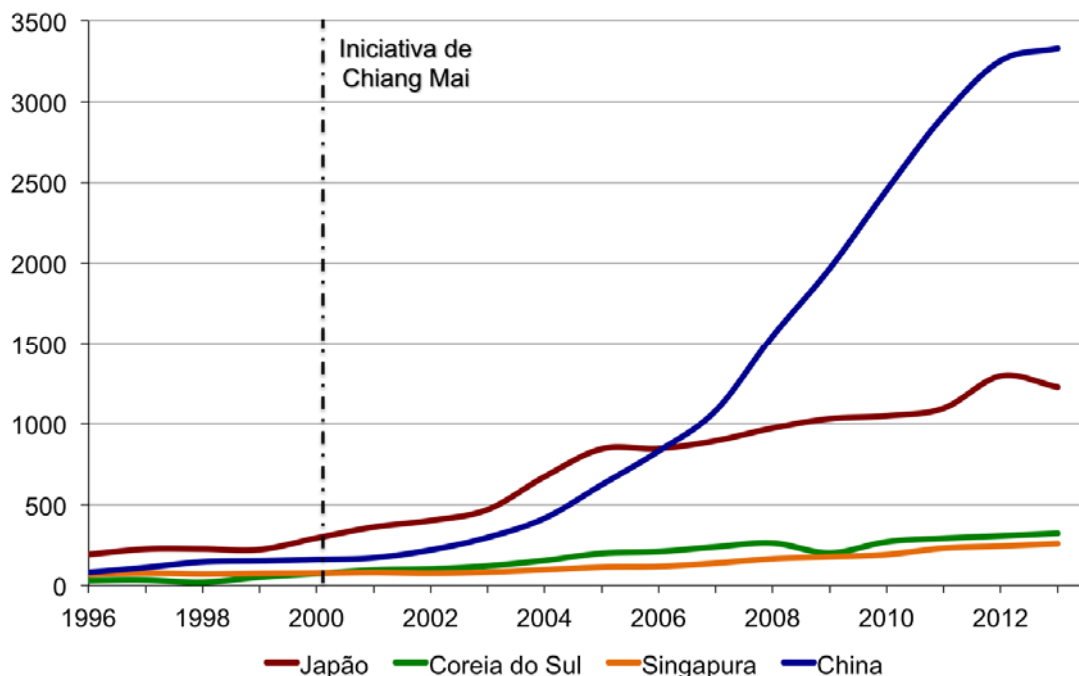


Gráfico 1

Fonte: Banco Mundial.

Por mais que o fundo tenha sido proposto como uma alternativa para reduzir os altos custos dos enormes estoques de reservas internacionais dos países, o FCICM não apresentou o resultado esperado. Como mostra o gráfico, o ritmo de acumulação dos maiores retentores de reserva só aumentou no Sudeste Asiático como mostra o gráfico 2.1 acima.

De fato, os ativos de liquidez não foram acumulados na mesma proporção. Por exemplo, os direitos especiais de saque providos pelo FMI nunca estiveram tão baixos em relação ao volume total de reservas internacionais gerenciadas de maneira independente, como mostra o gráfico 2.2. Então foi levantada a questão se o que o fundo provocou foi, na realidade, um aumento do ritmo de acúmulo de reservas internacionais no Sudeste Asiático. Afinal, se a criação do FCICM foi realmente aumentou as garantias de liquidez e o grau de proteção contra distúrbios externos para os países-membros, então ele foi responsável também por, *ceteris paribus*, intensificar os influxos

de capital para a região favorecendo a tendência de aceleração do acúmulo de reservas internacionais pelos integrantes (Kholscheen e Taylor, 2008).

Reservas internacionais totais e direitos especiais de saque do FMI (US\$ - bilhões).

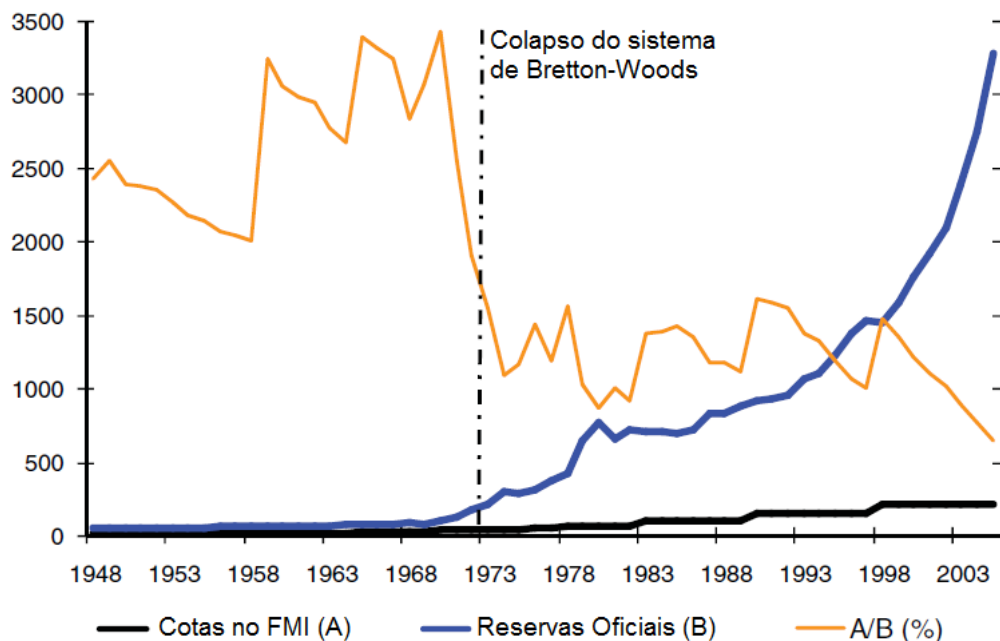


Gráfico 2

Fonte: Kholscheen e Taylor, 2008.

Para obter uma resposta, foi rodado um modelo econométrico que testava a correlação entre as quantidades de OBLs realizadas entre duplas de países que os praticaram de fato e outros indicadores macroeconômicos para o período de 2001 até 2006 (Kholscheen e Taylor, 2008). As demais variáveis macroeconômicas utilizadas foram: o tamanho dos PIBs de ambos os envolvidos, a taxa de acúmulo de reservas internacionais, a razão volume do estoque de reservas internacionais por volume de importações, o logaritmo da distância em quilômetros entre os dois países e o comércio bilateral entre eles. Como era esperado, o teste revelou uma correlação positiva entre o tamanho do estoque de reservas em relação ao volume de exportações do país que adquirir moeda estrangeira, em troca de ativos internacionais líquidos através das OBLs, e a quantidade de OBLs que ele realiza com algum outro. Indicou-se uma correlação também positiva entre a magnitude da diferença dos PIBs desses dois países e a quantidade de OBLs que eles realizam. Nenhum resultado surpreendente, já que é de se esperar que os países com maiores estoques de reservas tendem a operar

como credores inclusive para diminuir os custos de manter essas reservas. Porém, o teste revelou uma correlação negativa entre a taxa de acumulação agregada de reservas internacionais e a quantidade total de OBLs realizada, reforçando o indício de que a formação do FCICM não foi o responsável pela intensificação do processo de acúmulo de reservas internacionais no Leste Asiático. Resultado que vai de acordo com o que a teoria que indica que a formação de fundos conjuntos de reservas internacionais tende a reduzir a taxa de acumulação agregada de reservas internacionais.

Vale constar que um caso específico teve que ser excluído da amostra utilizada no teste econométrico. Caso fosse incluídos as operações entre Coreia do Sul e Japão, provavelmente os resultados apontariam uma correlação entre taxa de acúmulo de reservas internacionais e a quantidade de OBLs realizadas, já que suas taxas de acúmulo de reservas estão entre as mais altas e eles foram a dupla de países que mais realizou OBLs em 2006. Isso é justificado pelo fato de que esses países realizaram diversas OBLs por fim de exercício, como foi indicado em seus contratos de operação (Kholscheen e Taylor, 2008).

Vários efeitos positivos, além do aumento da segurança dos países-membros contra desequilíbrios externos, decorrentes da criação do FCICM foram apontados. Como a queda na possibilidade de risco de liquidez dada a redução dos custos internacionais de empréstimo, o incentivo a responsabilidade fiscal entre os países-membros, a pressão para a queda no ritmo internacional de acúmulo de reservas, um aumento no grau de coordenação econômico-financeira no Sudeste da Ásia e o incentivo ao desenvolvimento econômico dado ao fomento no comércio regional e a tendência das OBLs se darem entre países maiores e mais estáveis para países menores e menos estáveis (Fee e Li, 2009). Porém, os movimentos de integração enunciados acabavam por compor um paradoxo dado os principais objetivos de se formar um fundo conjunto de reservas internacionais. De fato, o modelo de Dudsworth de 1992 usava como pressuposto a falta de correlação entre os movimentos das contas externas de todas as partes envolvidas na criação de um fundo conjunto. Porém, se ocorre um movimento pró-integração econômica, como a Iniciativa de Chiang Mai, esses movimentos nas contas externas dos países envolvidos tentem a ter mais e mais correlação, reduzindo os benefícios e compartilhar as reservas. De fato, uma estrutura integrada não só por países do ASEAN+3, mas que abrangesse países da Oceania e da América Latina

implicaria em ganhos maiores assim como um maior volume de OBLs (Kholscheen e Taylor, 2008).

2.3.3. O FLAR

Em 1989, o até então FAR, o fundo que fazia a gestão parcial dos estoques de reservas internacionais dos países-membros da Comunidade Andina, foi renomeado como FLAR após ampliar seus objetivos explicitando a aspiração de expandir-se por toda a América Latina. Guardadas as proporções e especificidades, o FLAR possui uma estrutura bem semelhante ao do FCICM, afirmando como objetivos principais a busca pelo aumento da estabilidade nas contas externas e o aumento da integração financeira dos países integrantes.

Como os países da América Latina adotam diferentes moedas e sistemas de taxa de câmbio flutuante, o FLAR também adota o uso de OBLs para ofertar liquidez internacional adicional aos membros. Mesmo considerando que quatro dos cinco maiores retentores de reservas internacionais da América Latina não sejam associados; o Brasil, o México, o Chile e a Argentina; o FLAR faz a gestão de um volume pequeno de reservas, mesmo em relação aos estoques dos países membros, contando com 2,28 bilhões de dólares. Os países integrantes contribuem de maneira proporcional ao seu estoque, com alíquotas de 10% ou 20% da meta estabelecidas durante as conferências da instituição³.

Apesar do pequeno volume de OBLs operados através do FLAR em relação FCICM, foram levantadas questões interessantes sobre a eficiência do funcionamento e o seu propósito do fundo latino-americano. Afinal, alguns países da região tem problemas em atender os requisitos do FMI quando recorrem a direitos especiais de saque em períodos de escassez de liquidez. Porém, os indicadores usados pelo FMI, tal como a situação das contas públicas, pode ser manipulado por um governo que tenha o interesse em acessar e fazer uso político das reservas de um fundo, o que constitui uma situação de risco moral. Isto é, um governo pode conter os seus gastos em um período para acessar as reservas em períodos seguintes evitando as medidas necessárias para pagar o empréstimo. No caso do FLAR, onde os membros sozinhos possuem muito mais poder de decisão por conta das dimensões, a chance de ocorrer

³ FLAR. **Site Institucional**. Disponível em: <https://www.flar.net/contenido/default.aspx> . Acessado em 14 de setembro de 2012.

em risco moral é muito maior. Então, que tipos de pré-requisito os países membros deveriam atender para acessar as reservas do FLAR de a se evitar a existência de risco moral (Eichengreen, 2007)?

A literatura propôs dois tipos de sistemas onde as autoridades do fundo fariam uma avaliação a fim de tornar público quais países estariam em condições de acessar o fundo. Em um isso seria feito de modo *ex-ante* e outro *ex-post*. A proposta *ex-ante* (Cohen e Portes, 2004) se apoia nas vantagens operacionais de um esquema do tipo, que é automático e isento, além de incentivar perfis responsáveis de condução da política fiscal. A maior vantagem seria o desencorajamento da presença de risco moral, já que o pagamento da dívida seguiria moldes pré-determinados e isso independeria do esforço empregado pelas autoridades na recuperação da crise. Porém esse sistema gera vários problemas de funcionamento. O anúncio da situação dos países que não estariam aptos para receber empréstimos poderia precipitar uma crise de liquidez no estilo “freada súbita”, quando os fluxos de capitais estrangeiros são forte repentinamente reduzidos, e impor severos custos aos países já fragilizados. Isso também vai de encontro a proposta de formação de fundos conjuntos de reservas internacionais, já que os países mais necessitados provavelmente não teriam acesso ao fundo enquanto os que não precisariam fazer uso das reservas em questão poderiam acessá-las (Eichengreen, 2007).

Já a proposta *ex-post* propõe um esquema não diferente em só termos de prazo, mas também de estilo de análise. Cada país submeteria o seu pedido por OBLs a um comitê independente, cujo objetivo seria zelar pelo bem estar dos membros e pelo estoque de reservas, que analisaria o caso e firmaria um contrato para o pagamento da dívida (Chami; Sharma e Shim, 2004). O primeiro ponto negativo nesse esquema é que as cláusulas do contrato referente ao pagamento da dívida podem ser correlacionada com a performance de recuperação do país, o que pode reduzir os ganhos nesse momento. O segundo ponto é que o risco moral não é mitigado nesse esquema. As autoridades do país podem firmar compromissos já pensando em não cumpri-lo. O terceiro é que, caso o fundo perceba a existência de risco moral ou algum indicativa da incapacidade do país em não honrar os compromissos firmados, o fundo supor a ocorrência do pior dos casos e simplesmente negar o empréstimo, já que um dos seus objetivos é zelar pelo estoque do fundo (Eichengreen, 2007).

A presença de risco moral evidencia problemas de funcionamento prático em um fundo de reservas internacionais. Além disso, esquemas discriminatórios como a proposição de avaliações *ex-ante* ou *ex-post* não solucionam o problema sem incorrer em outros, ou reduzindo os ganhos com a criação do fundo ou simplesmente ignorando a presença do risco moral. Ainda existem outras alternativas de esquema, tal como combinar ambos os tipos de avaliação em um contrato de duas partes, ou se valer do monitoramento do FMI, que é uma terceira parte isenta, para definir quem está apto para acessar o fundo. Porém, o melhor dos casos seria desenvolver um sistema contínuo de fornecimento de liquidez internacional, que pudesse prover diferentes linhas de crédito dependendo da situação de cada país (Eichengreen, 2007). Infelizmente, o FLAR e os demais fundos conjuntos de reservas internacionais são incapazes de fornecer esse tipo de serviço, pois, além de operarem apenas através de OBLs composta basicamente de T-Bills, eles são quase que invariavelmente proibidos institucionalmente de realizar operações com papéis que não sejam classificadas como muito seguros pelas agências de classificação de risco. Derivou-se daí o questionamento acerca de se usar as reservas dos fundos conjuntos regionais de reservas internacionais para promover o desenvolvimento do sistema financeiro privado local, de modo que os custos de se obter financiamento público em caso de escassez de liquidez diminuam. Isso seria uma alternativa viável menos custosa que manter enormes estoques de reservas internacionais em poder dos bancos centrais.

Intuitivamente, a formação de um fundo conjunto de reservas internacionais em uma região deveria automaticamente favorecer a redução do risco dos títulos de dívida de um país-membro por conta do aumento de sua cobertura contra crises de balanço de pagamentos (Wright, 1954). Porém, na realidade isso não se verifica. Foi constatado, econometricamente, que não foi há correlação significativa entre fazer parte de um fundo conjunto de reservas internacionais, ou a quantidade de acessos ao estoque do fundo realizados em algum período, e o *spread* entre os rendimentos dos títulos de dívida pública e das T-Bills. Isto significa que, na prática, ser membro de um fundo conjunto de reservas internacionais não torna o financiamento público menos custoso, contrariando a conclusão teórica. Ao menos essa tendência foi indicada pelo testes realizados para países integrantes do FCICM para os anos de 2001 a 2008 (Kholscheen e Taylor, 2008). Assim, é necessário algum outro tipo de política que tenha o intuito de tornar o financiamento público, através da emissão de títulos de

dívida pública lastreados em indicadores anticíclicos durante crises internacionais, menos custoso do que apenas ingressar em um fundo conjunto de reservas internacionais.

O fato de lastrear títulos de dívida pública a indicadores anticíclicos tais como os preços de commodities ou o índice de preço ao consumidor é algo que levanta suspeitas por própria natureza. As crises econômicas são momentos onde se impera a incerteza e a afirmação de que um título não possui nenhum tipo de comportamento cíclico é algo que atiza a desconfiança dos agentes econômicos. De fato, a dificuldade de um país se financiar em momentos de escassez de liquidez internacional através da venda de ativos de curto-prazo recém inseridos no mercado não é algo trivial nem mesmo para países desenvolvidos. Para que os Brady bonds, os Euro bonds ou mesmo os títulos de dívida do governo americano lastreados em hipotecas adquirissem aceitação nos mercados financeiros internacionais foi necessário se valer da cooperação internacional entre as instituições públicas dos diversos países. A coordenação foi feita da seguinte forma: alguns governos e instituições financeiras internacionais, como o FMI e Banco Mundial, que são considerados extremamente seguros por agências de classificação de risco, se comprometiam a comprar tais papéis através de transações periódicas que envolviam quantidades crescentes de divisas. Com o tempo, os agentes se sentiram mais seguros ao possuir tais títulos em seu portfólio e as notas de riscos desses ativos melhoravam aos poucos até que esses fossem considerados seguros, indicando que existe um problema de *first-mover* no mercado para títulos lastreados a indicadores anticíclicos. (Schiller, 2004).

Já os países em desenvolvimento enfrentam ainda mais problemas dos que os desenvolvidos para lançar títulos de dívida no mercado internacional. São apontadas três principais causas. A explicação baseada em efeitos no balanço patrimonial argumenta que a forte desvalorização da moeda local em relação ao dólar durante crises internacionais no estilo “fredda brusca” aumentam o custo da dívida externa de um país que pode ter problemas em arcar com ela, levando a um ceticismo entre os investidores internacionais acerca de títulos vinculados a indicadores anticíclicos (Céspedes; Chiang; Velasco, 2000). Ao temer uma moratória, os agentes reconhecem a possibilidade de seleção adversa e simplesmente evitam adquirir tais papéis. Para países com um alto nível de dolarização dos seus sistemas bancários, a literatura baseada em dolarização *de facto* argumenta que, nessas economias, a incidência de

crises do tipo “freada-brusca” é maior do que nas demais (Calvo; Izquierdo; Mejia, 2004). Quando elas incidem, ocorrem problemas de solvência bancária por conta da desvalorização da moeda local frente o dólar, o que inviabiliza a aquisição de títulos anticíclicos por parte dos bancos locais. Além disso, a desvalorização súbita da moeda local também desencoraja investidores internacionais a adquirirem esse tipo de papel. Isso aumenta mais ainda a possibilidade de incorrer em uma crise do tipo “freada brusca”, de modo que a incidência desse tipo de crise em economias altamente dolarizadas é maior. Por último, a explicação dada pela literatura do pecado original (Eichengreen e Hausmann, 2005) argumenta que países em desenvolvimento possuem dificuldade de obter financiamento com base em papéis anticíclicos lastreados em moeda local por conta da escala do seu mercado financeiro. É difícil supor que preços são tomados em mercados pequenos, onde existe poder de mercado por parte dos agentes. Além do mais, essa explicação ainda evidencia problemas de risco moral, já que alguns indicadores anticíclicos correm o risco de serem manipulados por parte das autoridades locais a fim de obter mais financiamento.

Todos esses problemas estruturais nos mercados de títulos de dívida pública de países em desenvolvimento dão espaço para políticas governamentais que visariam eliminar os problemas de *first-mover* e de pequena escala de mercado (Eichengreen, 2007). Isso poderia ser resolvido através da cooperação entre as autoridades monetárias e fiscais desses países com os fundos conjuntos de reservas internacionais dos quais eles são membros. Os papéis, que seriam lastreados em indicadores anticíclicos de difícil manipulação política; tal como índice de preços ao consumidor ou preço internacional de commodities; a fim de sinalizar a responsabilidade do governo em questão para com seus financiadores. O fundos de reservas internacionais regionais iniciariam, então, operações com títulos de dívida lastreados em indicadores anticíclicos de modo gradativo, a fim de fomentar a confiança dos investidores locais e globais nesses papéis e reduzir o custo de financiamento público em períodos de pouca liquidez internacional e prováveis crises do tipo “freada brusca”.

De fato, isso exigiria algumas reformas institucionais nos fundos de reservas internacionais, que só podem operar em grande quantidade com papéis considerados muito seguros. Além do mais, a coordenação com as demais instituições financeiras também seria necessária, tanto para participar das compras de títulos de dívida lastreados em indicadores anticíclicos, como para oferecer apoio estrutural e funcional.

Uma alternativa mais simples do ponto de vista institucional seria a criação de um novo fundo responsável só pelo desenvolvimento financeiro regional. Ele seria administrado pela mesma gerência do fundo de reservas internacionais regional e operaria com uma base de divisas fornecidas também por esse, mas realizaria apenas OBLs de papéis lastreados em indicadores anticíclicos utilizando um *spread* inferior ao do mercado. Instituições semelhantes, como é o caso do FAT fundado a partir da IMFA, já estão operando no Sudeste Asiático desde 2003 (Eichengreen, 2007).

3. Participação brasileira em um fundo latino-americano de reservas internacionais

A fim de ressaltar características institucionais e aspectos conjunturais da economia brasileira, esse último capítulo traz um panorama histórico do processo de acúmulo de reservas internacionais no Brasil. É feita uma análise das variações do estoque de reservas internacionais e da sua relação com os diversos eventos históricos tidos como relevantes à economia brasileira.

As reservas cambiais em posse das autoridades brasileiras sempre foram um importante instrumento de política econômica, considerando que a economia brasileira teve por base a exportação de produtos primários e a importação de bens de capital durante grande parte de sua história. Talvez os episódios mais célebres envolvendo reservas internacionais, no período anterior a Segunda Guerra Mundial, tenha sido as diversas tentativas frustradas de adoção do padrão-ouro de maneira duradoura durante o século XIX e início do século XX (Furtado, 2007). Porém, o presente capítulo se foca nas variações do estoque de reservas internacionais apenas do pós-Guerra até o presente, pois acreditamos ser o período mais relevante para a discussão que se segue acerca das consequências de um suposto ingresso do Brasil em um fundo latino-americano de reservas internacionais.

3.1. O estoque brasileiro do fim da Segunda Guerra à Crise dos Tigres Asiáticos

No período que se seguiu ao fim de 1944, o governo brasileiro havia arrecadado um volume considerável de reservas internacionais nos mais diversos tipos de moedas ocidentais. Elas foram provenientes, em sua maioria, dos saldos positivos da balança comercial brasileira durante o período da Guerra, quando o Brasil apoiava o bloco aliado também através do fornecimento de bens de consumo e material bélico por meio de exportações. Porém, logo após o fim da Guerra, o quadro se reverteu. Sob um regime de taxa câmbio fixa e livre comércio, a balança comercial brasileira rapidamente começou a apresentar déficits crescentes com os Estados Unidos. Ao invés de criar uma política de incentivo às exportações para evitar mais desequilíbrios, as autoridades brasileiras optaram por utilizar o estoque de reservas internacionais para financiar os déficits comerciais e, assim, incentivar uma tendência de baixa no nível

geral de preços (Giambiagi *et al.*, 2005). Em 1945, antes do uso indiscriminado para o financiamento de déficits, o estoque havia atingido o máximo até então, de 705 milhões de dólares, algo como 9,15 bilhões de dólares em valores atuais. Porém, já em 1947, quase todas as reservas cambiais em dólares em poder das autoridades haviam se esgotado, mesmo que o saldos das contas externas brasileiras não fossem alarmantemente negativos. Acontece que, nesse ano, as diversas moedas que as autoridades brasileiras estocavam como reservas internacionais não eram necessariamente conversíveis, de modo que o Brasil não pôde fazer uso delas para financiar seus déficits com os Estados Unidos. Então, a partir de 1946, foi proposta a criação de controles cambiais a fim de se evitar mais déficits. Os controles se dariam diretamente, através da concessão de licenças de importação. Foi uma política bem sucedida em manter o equilíbrio das contas externas até o ano de 1951, quando o então presidente Eurico Gaspar Dutra terminou seu mandato.

Durante o governo de Getúlio Vargas, sucessor de Dutra, foi eliminado o sistema de licenças de importação e instituído novamente o livre comércio pensando-se em tirar proveito de uma nova onda de exportações caso a Guerra da Coreia evoluísse para um conflito global e a para de conter pressões inflacionárias internas (Baer, 2009). Frustradas tais expectativas, e constatado um repentino déficit na balança comercial, as licenças foram gradualmente reutilizadas até a reforma cambial de 1953, ditada pela Instrução 70 da Sumoc. A partir dela, foi restituído o monopólio do câmbio ao Banco do Brasil e foram extintos de vez os controles quantitativos sobre as importações. Porém, foi estabelecido um sistema de taxas múltiplas de câmbio composto por uma taxa oficial e outras sobretaxas fixas e variáveis, aplicadas de acordo com a classificação do produto importado. Esse sistema melhorou a saúde das contas externas brasileiras e fomentou o processo de substituição de importações, dado que a balança comercial se manteve anualmente superavitária até o fim da década. Porém, o sistema gerou um forte pressão sobre o câmbio, problema legado pelo presidente Café Filho, sucessor de Vargas. Então, a fim de resolver o problema, o novo presidente implementou mais reformas cambiais, como a Instrução 113 da Sumoc, que favoreciam o aporte de capital estrangeiro no Brasil através da importação livre de tarifas e sem cobertura cambial para bens de capital. De fato, essas medidas arrefeceram as pressões sobre o câmbio.

O sistema criado pelas instruções 70 e 113 da Sumoc perpetuou-se ao longo de todo o governo de Juscelino Kubitschek favorecendo o aporte de capital estrangeiro e, conseqüentemente, o aumento da dívida externa brasileira. Aos desequilíbrios causados pela deterioração na conta de transações correntes somou-se a deterioração da balança comercial, causada em parte pela queda internacional dos preços do café, e pelo aumento das importações de bens de capital.

Estoque de reservas internacionais e saldo anual da balança comercial (US\$ - milhões).

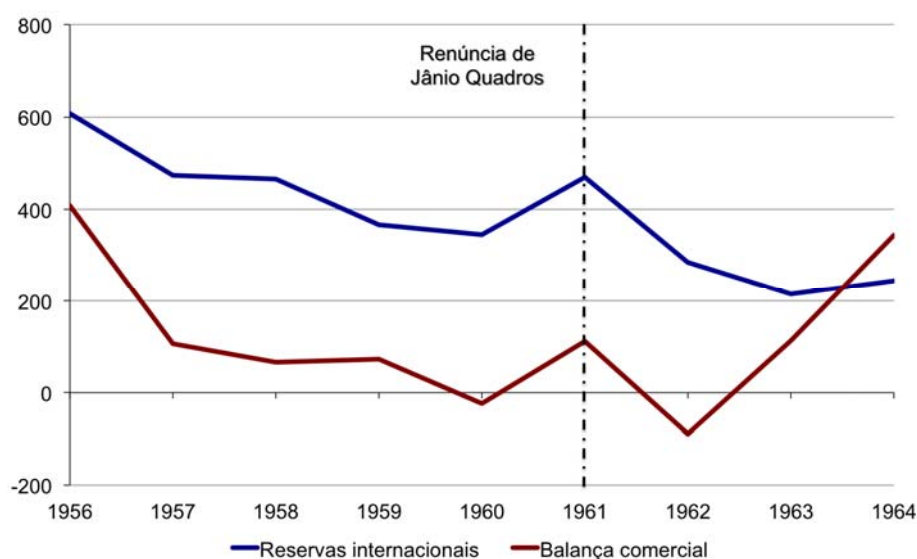


Gráfico 3

Fonte: Banco Central.

O sistema de câmbio múltiplo foi findado durante o governo de Jânio Quadros, que pretendia fazer uma gestão ortodoxa da política econômica perante ao cenário de desequilíbrio externo herdado do governo anterior. Em 1961, foi estabelecido um sistema de taxa única de câmbio acompanhado de uma desvalorização cambial. Essas e outras medidas garantiram um crescimento das exportações e também um maior acesso aos mercados internacionais de capitais, visto que a dívida externa brasileira foi reescalada e novos empréstimos foram obtidos junto aos Estados Unidos e países europeus. O resultado foi positivo para a balança comercial brasileira e para o estoque brasileiro de reservas internacionais que ensaiou um significativo aumento, como pode ser observado no gráfico 3.1.

Por falta de respaldo político, o presidente Jânio Quadros renunciou ainda em 1961 e assumiu seu vice João Goulart. Após a mudança na equipe econômica, é lançado o

Plano Trienal, um plano econômico cujo um dos objetivos era a renegociação da dívida externa brasileira, que onerava fortemente o balanço de pagamento brasileiro dado o alto custo de seus serviços. Porém, a caótica conjuntura política não inspirava a confiança dos investidores internacionais. Os curtos períodos de gestão parlamentaristas no governo federal, a chamada política externa independente de João Goulart durante a Guerra Fria, as propostas de reforma agrária, e a radicalização de grupos políticos foram os fatos políticos que mais desencorajavam a confiança dos credores externos. Como era de se esperar em meio a tal conjuntura, a renegociação da dívida proposta pelo Plano Trienal falhou e logo o Plano em si foi abandonado. Isso, aliado à incerteza política e ao descontrole das contas públicas durante o fim do governo de João Goulart, resultou na deterioração do balanço de pagamentos brasileiro e na redução constante do estoque de reservas internacionais até o ano de 1964, quando os militares depuseram o então presidente.

O estado da economia brasileira no início do governo militar era de altas taxas de inflação e estagnação do produto. A fim de reverter o quadro, o governo do general Castello Branco lançou o Plano de Ação Econômica do Governo, o PAEG, que propunha a contenção da inflação e da deterioração das contas externas. Isso se daria através de um ajuste fiscal, da instituição de um sistema de expansão decrescente dos meios de pagamento, de um controle de crédito mais rigoroso à iniciativa privada, e da primeira proposta de indexação salarial, que ajustava os salários de acordo com as taxas de inflação e os ganhos de produtividade. De fato, o PAEG foi bem sucedido em combater a inflação e retomar o crescimento do produto, servindo de base institucional para o período conhecido como Milagre Econômico (Giambiagi *et al.*, 2005). Somou-se as propostas do PAEG, reformas de âmbito tributário e financeiro, que resultaram inclusive na criação do Banco Central do Brasil. Algumas dessas reformas, tais como as mudanças na legislação que facilitavam os envios de remessas de lucros ao exterior, auxiliaram na captação de investimento externo por parte dos bancos e das empresas nacionais. As autoridades monetárias avaliaram que a poupança interna era insuficiente para financiar o crescimento do produto a taxas aceitáveis e que uma injeção de investimentos provenientes do exterior era necessária. Isso provocou um súbito aumento no estoque de reservas internacionais em posse das autoridades brasileiras, mas foi acompanhado de uma queda repentina, dada pelo aumento da importação de bens de capital em 1967, como mostra o gráfico 3.2.

Estoque de reservas internacionais (US\$ - milhões) e variação do PIB (% - a.a.)

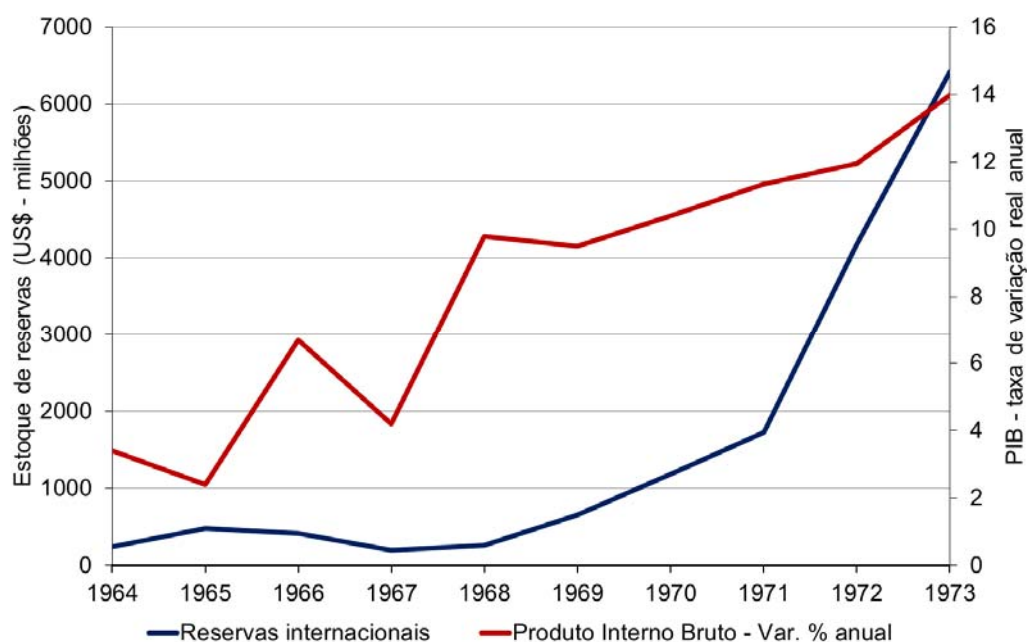


Gráfico 4

Fonte: Banco Central.

O período conhecido como Milagre Econômico, abrangendo os anos de 1967 até 1973, foi especial por conciliar altas taxas de crescimento econômico com controle inflacionário efetivo e relativo equilíbrio externo (Baer, 2009). O período começou durante a gestão do presidente Costa e Silva, que governou de 1967 até 1969, e de seu sucessor que deu continuação a sua política econômica, o presidente Médici, que terminou seu mandato em 1973. De modo geral, as reformas institucionais realizadas durante o governo do General Castello Branco foram mantidas. A grande diferença foi a condução da política monetária, que passou de contracionista para claramente expansionista.

Atribui-se a não constatação da relação da Curva de Phillips no período, dada as altas taxas de crescimento do PIB e baixas taxas de inflação, ao controle sobre preços e taxas de juros exercidos diretamente pelo governo de caráter claramente autoritário. Soma-se a isso a expansão da produção agrícola, a política salarial semelhante a do governo anterior e a capacidade ociosa existente na economia legada dos anos anteriores de baixo crescimento econômico, fatores que contribuíram para a

manutenção de uma baixa taxa de inflação. Já a expansão geral do comércio internacional, aliada a maior disponibilidade de liquidez internacional em forma de eurodólares e petrodólares e a posição favorável do Brasil em relação aos termos de troca permitiram conciliar crescimento econômico e relativa estabilidade no balanço de pagamentos (Giambiagi *et al.*, 2005).

A saúde nas contas externas permitiu a manutenção do câmbio dentro do sistema de minidesvalorizações, implementado em 1968 pela equipe do então ministro da fazenda Delfim Netto, que por si favorecia a entrada de capital estrangeiro sob forma de investimentos diretos e empréstimos. Isso ocorria porque o sistema reduzia a chance de desvalorizações cambiais súbitas e de grande magnitude, o que fomentava a credibilidade do sistema junto a investidores internacionais. O grau de abertura da economia brasileira se elevou de fato, dado um aumento no volume tanto de exportações como de importações. Porém as importações superavam as exportações em valor, de modo que o equilíbrio externo era claramente sustentado a custa da captação de recursos no exterior. O retrato disso foi o aumento do custo da dívida externa, de modo que o déficit na conta de serviços e rendas passou para 2,1 bilhões de dólares em 1971, sendo que era de apenas 600 milhões de dólares em 1967. De todo modo, a injeção de capital estrangeiro contrabalançou a necessidade de financiamento do déficit corrente do balanço de pagamentos e ainda permitiu o acúmulo de excedentes em forma de reservas cambiais, como nota-se pelo aumento do ritmo de acúmulo de reservas internacionais no período de 1964 a 1973, ilustrado no gráfico 3.2.

Posteriormente, assume o presidente Ernesto Geisel que, logo em seu primeiro ano de governo, enfrenta forte turbulência externa causa pelo primeiro Choque do Petróleo. Isso faz com o que o déficit na balança comercial brasileira aumente mais de quatro vezes em 1974 em relação a 1972, atingindo uma cifra de 4,7 bilhões de dólares. Ao invés de adotar políticas monetária e fiscal contracionistas a fim de absorver o choque externo, a equipe econômica de então decidiu por responder a ele de modo expansionista, visando utilizar a capacidade de crescimento do mercado interno para manter as taxas de crescimento do produto. Foi lançado o PND II, que visava dar continuidade ao modelo de desenvolvimento industrial por substituição de importações através de mais financiamento externo.

Ao longo da década de 1970, houve uma abundância de liquidez externa no mercado internacional proporcionada pelos petrodólares, uma forma de financiamento internacional a baixo custo fornecido principalmente pelos países produtores de petróleo que apresentavam altos superávits comerciais. Além disso, a manutenção da dívida externa também era de baixo custo, já que era contratada por baixos juros cobrados pelo FED. Assim, acreditava-se que uma dívida tão grande como a que o Brasil vinha contraindo poderia ser paga nos anos vindouros da década de 1980 quando, supostamente, a balança comercial começasse a apresentar superávits e as condições dos contratos de financiamento externo melhorassem (Baer, 2009). De fato, o crescimento econômico manteve-se em um patamar elevado até o início da década de 1980, quando ocorreu um segundo aumento generalizado dos preços internacionais do petróleo acompanhado do aumento das taxas de juros dos títulos de dívida pública do governo estadunidense. Essa situação resultou em uma escassez de liquidez no mercado internacional que impediu a continuação da política de desenvolvimento pautada em endividamento externo. Dado um crescimento tão expressivo do PIB, a taxa de absorção de capital externo foi alta, de modo que não houve aumento significativo do estoque de reservas internacionais do Brasil no período, havendo apenas um efêmero crescimento no ano de 1977, mas que logo seria compensado por repetidas reduções do estoque nos quatro anos que se seguiram como mostra o gráfico 3.3.

O presidente João Figueiredo assumiu em 1979. No fim desse mesmo ano, a OPEP combinou outro aumento nos preços internacionais do petróleo. Os resultados foram déficits ainda maiores na balança comercial brasileira dada a piora nos termos de troca e ao aumento dos custos com importações. Como o presidente da república havia firmado compromissos internacionais acerca de eliminar incentivos fiscais ao setor exportador, a política adotada para combater os déficits na balança comercial constituiu-se principalmente em intensificar as minidesvalorizações cambiais e dar seguimento a política fiscal expansionista. Por mais que a estratégia da equipe econômica do governo anunciasse o combate à inflação de demanda através de anúncios oficiais de tetos para a indexação e para a desvalorização cambial, tanto a inflação como a desvalorização da moeda brasileira excederam em muito o previsto. A adoção de incentivos fiscais para a indústria e agricultura visando estabilizar a oferta e combater o

aumento de preços no mercado externo, também não foram medidas suficientes para combater a desvalorização interna e externa do cruzeiro.

Estoque de reservas internacionais e endividamento externo (US\$ - milhões).

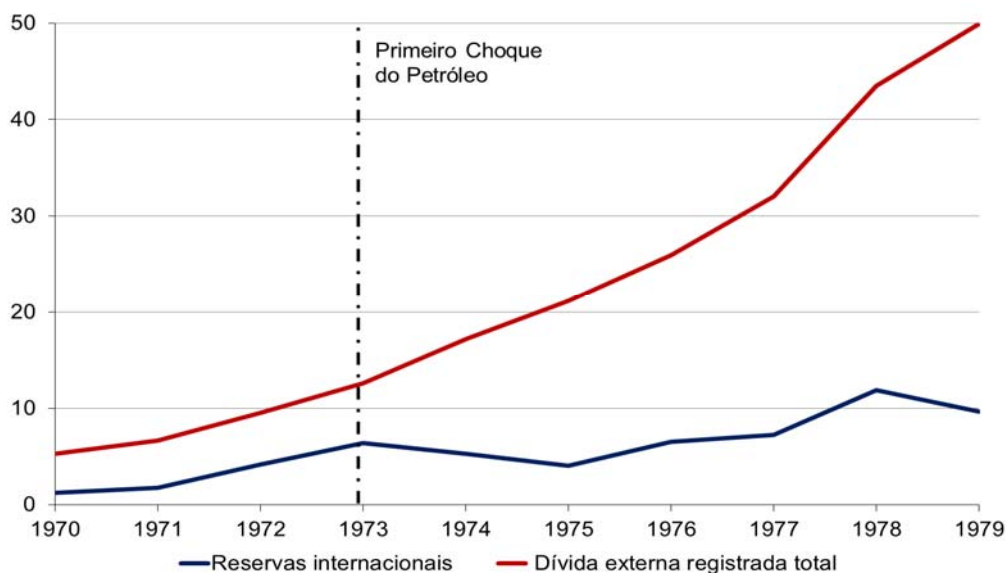


Gráfico 5

Fonte: Banco Central.

Pressões inflacionárias também ocorriam no mercado interno dos Estados Unidos no mesmo período. Como resposta, o FED resolveu adotar uma estratégia contracionista de política monetária aumentando suas taxas de juros para conter o aumento do nível interno de preços. Como resultado, os custos com o serviços da dívida externa brasileira aumentaram ainda mais. Por conta disso e das pressão inflacionarias internas cada vez mais fortes, ficou cada vez mais difícil para as autoridades brasileiras arcarem com os serviços da dívida externa de modo que ela se tornava cada vez mais autônoma, isto é, grande parte do capital estrangeiro injetado no Brasil era utilizado para o pagamento da própria dívida externa (Baer, 2009).

Já em 1981, o governo brasileiro apresentava sérias dificuldades arcar para com a dívida externa. Para evitar ter que recorrer ao FMI, a equipe econômica do governo decidiu por tentar um ajuste recessivo por conta própria. Foi utilizada como instrumento de política principalmente a taxa de juros, que, elevada fortemente, iria reverter o quadro deficitário do balanço de pagamentos através de uma redução da absorção interna e por servir de incentivo às empresas brasileiras a buscar empréstimos

internacionais a taxas de juros menores (Giambiagi *et al.*, 2005). O resultado foi altamente recessivo, de modo que o produto apresentou taxas médias de crescimento negativas no biênio seguinte. Porém, a balança comercial passou a apresentar resultados positivos depois da aplicação de tais medidas. Isso se deve principalmente a continuação da estratégia de industrialização por substituição de importação promovida pelos governos anteriores, ao quadro recessivo da economia *per se* que reduziu a demanda por produtos importados e as desvalorizações cambiais promovidas nos anos anteriores.

Estoque de reservas internacionais e saldos na conta de serviços e rendas (US\$ - milhões).

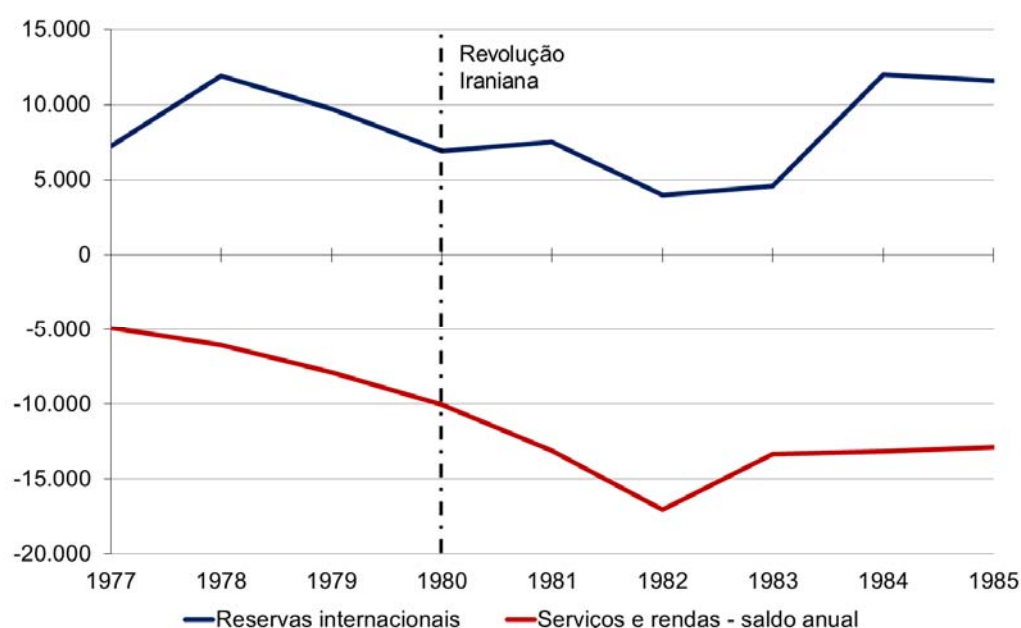


Gráfico 6

Fonte: Banco Central

Mesmo a recuperação dos resultados positivos na balança comercial não foi suficiente para compensar os crescentes déficits externos, de modo que o governo teve que fazer constante uso do seu estoque de reservas internacionais para honrar os compromissos externos. A moratória da dívida mexicana ocorrida em 1982 agravou ainda mais o déficit na conta corrente. Os investidores internacionais passaram a olhar com desconfiança para os mercados latino-americanos e a oferta de crédito foi duramente restringida, de modo que os juros altos sustentados pelo Banco Central do Brasil não eram mais capazes de incentivar uma entrada expressiva de capitais estrangeiros no país. Como mostra o gráfico 3.4, os estoques de reservas internacionais em posse das

autoridades brasileiras tiveram uma queda acentuada em 1981, voltando a apresentar um acúmulo expressivo somente em 1983, logo após o governo desistir da estratégia de ajuste independente e recorrer a um empréstimo de 4,2 bilhões de dólares oferecido pelo FMI.

Seguiu-se um período de ajuste recessivo das contas externas brasileiras com base nas diretrizes ditadas pelo FMI através de sete cartas de intenção. De fato, a saúde da balança comercial melhorou muito até o fim do governo de João Figueiredo, chegando a apresentar um superávit de aproximadamente 6,4 bilhões de dólares para contrabalancear um déficit de aproximadamente 6,7 bilhões na conta de transações correntes. É um consenso que os custos do ajuste externo foram altíssimos. As medidas de ajuste adotadas contribuíram para o aumento vertiginoso da taxa de inflação e das taxas de juros. Isso contribuiu para a futura monetização da dívida pública brasileira que, por sua vez, desestimulou o investimento baseado em poupança interna, de modo que as empresas estatais e privadas tiveram que recorrer à poupança externa para se financiar, mesmo que esse financiamento estivesse cada vez mais e mais caro e escasso (Baer, 2009). Ainda assim, os prejuízos gerados pelo ajuste foram consequência direta do descaso com que as contas externas brasileiras durante os períodos que antecederam a crise da dívida externa, de modo que não é possível afirmar que um adiamento da adoção de políticas de ajuste poderia trazer mais benefícios à economia brasileira do que a adoção dessas no período em que foram adotadas (Giambiagi *et al.*, 2005). No entanto, as políticas de ajuste surtiram efeito considerável sobre o estoque de reservas internacionais em posse das autoridades brasileiras, que chegaram quase a triplicar de valor no período entre 1982 e 1984, mantendo-se relativamente inalterado até 1985.

Após o falecimento do presidente eleito Tancredo Neves, José Sarney assumiu a presidência ainda em 1985, e se manteve no cargo até 1990. Como a economia brasileira situava-se em um quadro de estagflação, a política econômica para o setor externo ficou submetida à política de controle da inflação, situação que perdurou até 1998 (Ceres, 2003). O exemplo mais célebre do fracasso das tentativas de controle da inflação durante o governo de José Sarney é o Plano Cruzado. Em linhas gerais, o Plano Cruzado era um plano heterodoxo de combate a inflação, focando-se principalmente no aspecto inercial da inflação através do congelamento total de preços por um período indeterminado após um reajuste salarial e da mudança da unidade

monetária do cruzeiro para o cruzado. Também foi criado um gatilho salarial, que prometia o reajuste automático de todos os salários assim que inflação atingisse 20%.

Vale constar que o cenário internacional estava favorável as contas externas do Brasil em 1986. As políticas de substituição de importações implementadas durante o governo de Ernesto Geisel continuaram a surtir efeitos em forma de saldos positivos na balança comercial brasileira (Giambiagi, 2005). Soma-se a isso a queda internacional dos preços do petróleo e a desvalorização generalizada da moeda estadunidense, que reduzia as preços dos serviços da dívida externa brasileira. Assim, dentre as políticas do plano, incluiu-se a fixação da taxa de câmbio no patamar de fevereiro de 1986.

De todo modo, o Plano Cruzado não envolvia nenhuma estratégia de controle fiscal. O reajuste salarial não acompanhado de um reajuste nos preços levou a um aumento vertical no nível de consumo. Dado a impossibilidade de reajustar os preços, logo começou a desencadear-se uma onda de desabastecimento na econômica brasileira. A alternativa foi recorrer às importações que se mostraram incapazes de equilibrar as pressões de consumo dado a carência de infraestrutura nos portos brasileiros. Nessa conjuntura, foi criado um sub-plano, o Cruzadinho, que propunha um pacote fiscal para estimular o lado da oferta, sendo que os aumentos de preço nos setores que recebessem incentivos simplesmente seriam desconsiderados dos índices oficiais de inflação. Porém, as medidas tomadas com base no Cruzadinho não foram suficientes para arrefecer a expansão do consumo. Além disso, a situação externa do país havia se deteriorado dado o aumento das importações, a queda da receita com exportações, e o aumento do endividamento externo. Assim, o governo teve que, para honrar seus compromissos externos, recorrer ao seu estoque de reservas internacionais que apresentaram uma queda vertiginosa no biênio 1985-86. Além do mais, o país havia perdido a capacidade de recorrer a financiadores internacionais de última instância, já que durante o primeiro ano do governo de José Sarney, o Brasil rompeu relações com o Clube de Paris por conta de divergências acerca dos contratos de dívida externa brasileira. Seguiu-se então um reescalonamento dessa mesma em 1986 e, mesmo que a relação com o Clube de Paris tenha sido reestabelecida em 1987, o governo brasileiro declarou moratória da dívida externa no mesmo ano, visto o baixo nível que o estoque de reservas internacionais havia atingido.

Apesar das sucessivas tentativas de manutenção do congelamento dos preços durante o Plano Cruzado, a gota d'água foi o reajuste tributário proposto no Cruzado II. Com o objetivo de aumentar a arrecadação em 4%, foram permitidos ajustes nos preços de alguns poucos serviços e bens finais mais serviços e tarifas públicas. Esses reajustes acabaram por dispararam o gatilho salarial. Considerando que o governo não possuía mais credibilidade suficiente para manter o congelamento, o disparo do gatilho acabou por desencadear aumentos ainda maiores de todos os demais preços da economia, o que pôs um fim à tentativa de congelamento de preços do Plano Cruzado oficialmente em fevereiro de 1987 (Giambiagi *et al.*, 2005).

Estoque de reservas internacionais (US\$ - milhões) e IPCA (var. % mensal).

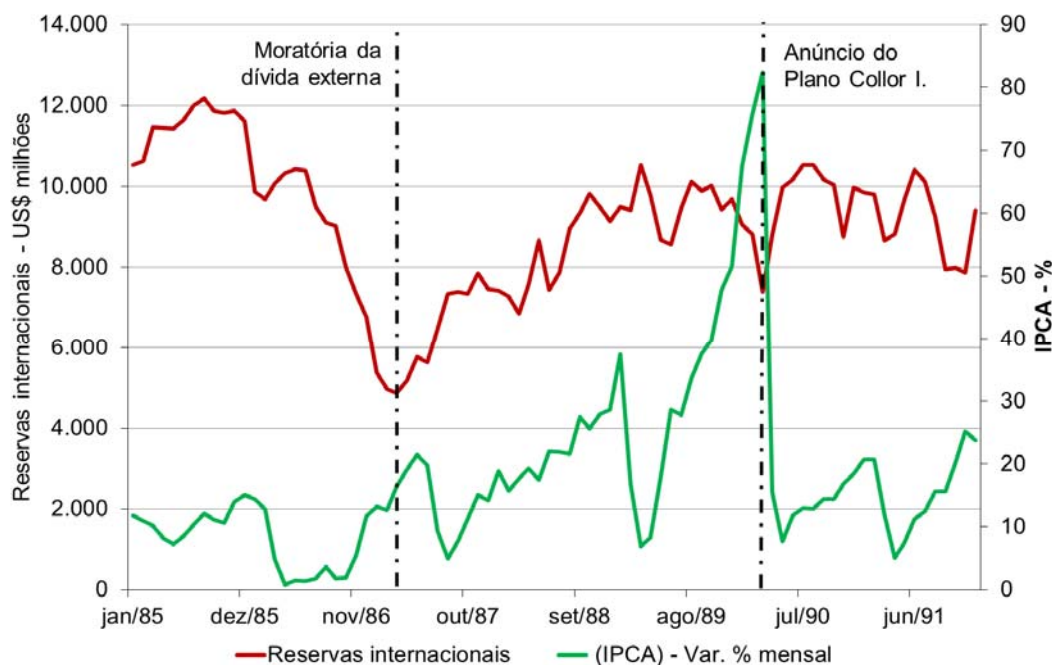


Gráfico 7

Fonte: Banco Central

Seguiram-se, ainda durante o mandato do presidente Sarney, vários outros planos de combate a inflação que envolviam estratégias ortodoxas e heterodoxas, ou mesmo um misto dos dois. Todos os planos fracassaram, mas a adoção de medidas ortodoxas, principalmente políticas fiscais e monetárias contracionistas, e os esforços para evitar uma valorização cambial favoreceram uma melhora no estoque brasileiro de reservas internacionais que aumentaram de aproximadamente 7,5 bilhões de dólares em 1987 para quase 10 bilhões em 1990, como ilustra o gráfico 3.5.

Dado os sucessivos fracassos dos planos de estabilização implementados durante o governo de José Sarney, a economia brasileira, no início da década de 1990, apresentava um quadro claro de estagflação. Nessa conjuntura, termina o mandato de José Sarney e assume Fernando Collor de Mello, o primeiro presidente eleito por meio de eleições diretas. As diretrizes adotadas por sua equipe econômica propunham a busca por um equilíbrio no orçamento público; principalmente por meio da privatização das estatais; de reformas no arcabouço institucional referente ao setor externo, de modo a aumentar o grau de abertura da economia brasileira; e da redução as taxas de inflação através de novos planos econômicos.

A reforma mais intensa atingiu o setor externo da economia. Foi adotado oficialmente e por um período longo pela primeira vez desde a adoção do sistema de minidesvalorizações cambiais, um sistema de câmbio livre. Além do mais, foram extintas todas as formas relevantes de controle quantitativo sobre importações, substituídas por um sistema de alíquotas cadentes de tarifa. Para suavizar o choque sobre os produtores internos, adotou-se um sistema de desoneração fiscal que ocorreria gradualmente ao longo de quatro anos (Giambiagi *et al.*, 2005).

Apesar das propostas de privatização, elas ocorreram em um ritmo bem moderado, já que muitas delas estavam em uma situação financeira terrível, de modo que não atraíam o interesse da iniciativa privada. Além disso, haviam entraves institucionais e políticos, já que a nova constituição, aprovada em 1988, não autorizava a participação do capital estrangeiro em setores como o de mineração e de eletricidade. Outro fator que comprometia a credibilidade dos leilões de empresas estatais era as altíssimas taxas de inflação, que comprometiam a credibilidade da estimativa do valor dos ativos dessas empresas, fato que reforçava a necessidade do combate a hiperinflação.

O plano conhecido como Collor I; encabeçado pela então chefe do novo ministério da Economia, que acumulava funções do ministério do planejamento e da fazenda, Zélia Cardoso de Mello; foi anunciado no primeiro dia após a posse de Fernando Collor. Em linhas gerais, ele resgatava o nome da moeda para cruzeiro, estabelecia um novo congelamento de preços, e visava aumentar a arrecadação através do aumento da alíquota de vários tributos e da contenção de gastos públicos, tais como a redução do número de ministérios como mencionado anteriormente. Até então, não havia nenhuma grande inovação em relação aos planos anteriores, mas foi aplicado, em adição, uma

forte política intervencionista no setor financeiro. Foram bloqueados, por um período previsto de um ano e seis meses, todas as aplicações financeiras que ultrapassavam o valor de 1200 dólares ao câmbio da época. O intuito era estabelecer uma desindexação parcial da economia, pautando-se na hipótese que a maior causa da inflação inercial era o pagamento de juros sobre os depósitos bancários indexados, que tinham por equivalência papéis de natureza pública e privada de *overnight*. O plano surtiu rápido efeito nas taxas de inflação, que passaram de 80% ao mês para valores próximos de 10% nos meses seguintes. Porém, ainda era uma cifra muito alta, o que demonstrava que o novo congelamento de preços não havia surtido efeito significativo, comprovando o alerta enunciado por parte da crítica que tal estratégia de congelamento de preços não possuía mais credibilidade junto ao público. Nos meses seguintes, as taxas de inflação voltaram a subir (Giambiagi *et al.*, 2005).

Um ano depois, em fevereiro de 1991, foi então lançado o Plano Collor II, implementado pelo novo ministro da fazenda Marcílio Marques Moreira. A proposta era enxugar ainda mais os gastos públicos e exterminar qualquer tipo de indexação monetária. Para isso foi findado o Bônus do Tesouro Nacional, já que os impostos e os fundos bancários de curto prazo utilizavam a sua taxa básica para calcular os reajustes. Foi substituído pelo Fundo de Aplicações Financeiras, que utilizava como taxa base a Taxa Referencial (Baer, 2009). A grande diferença entre os dois é que Taxa Referencial utilizava as expectativas de inflação no cálculo do seu rendimento, quando os rendimentos do Bônus do Tesouro Nacional Utilizava a inflação passada, o que incorporava um elemento auto-regressivo na inflação, retroalimentando-a. Porém, o Plano Collor II necessitava de credibilidade do público para com o governo para surtir algum efeito. Porém, o governo enfrentava uma fase de forte impopularidade e, conseqüentemente, carência de credibilidade. A imagem mais clara dessa situação foi o impeachment do Presidente Collor, resultado de sucessivos escândalos envolvendo o presidente e da enorme insatisfação popular (Giambiagi *et al.*, 2005). Durante o curto governo de Fernando Collor, apesar do estado caótico que a economia apresentava, não houve alteração anual significativa no estoque de reservas internacionais, que se manteve em torno de 10 bilhões de dólares.

Em outubro de 1992, assumiu o vice-presidente Itamar Franco. O período foi marcado por uma grande rotatividade no cargo de ministro da fazenda, que foi separado do cargo de ministro do planejamento após a saída de Fernando Collor. Dentre todos os

ocupantes do cargo, vale ressaltar Fernando Henrique Cardoso foi nomeado ministro da fazenda entre 1993 e 1994. Ainda como ministro, ele e sua equipe implementaram o Plano de Ação Imediata, que, em linhas gerais, propunha uma ajuste fiscal através da redução dos gastos públicos, de um maior rigor na arrecadação de impostos e de uma maior responsabilidade financeira nas diversas esferas do governo através da negação da concessão de empréstimos federais às diversas unidades da federação que possuíssem pagamentos atrasados decorrentes de outros empréstimos federais. Isso, além de um maior equilíbrio fiscal nas contas federais, proporcionou um aumento na taxa de acúmulo de reservas internacionais, ponto crucial no plano de estabilização que seria proposto logo em dezembro de 1993. Em meados de 1994, Fernando Henrique renunciou ao cargo de ministro da fazenda para concorrer a presidência da república. Em 1995 ele é eleito, dando continuidade ao projeto de estabilização de sua equipe econômica.

O Plano Real propunha uma estratégia de combate a inflação inovadora, se comparado com seus predecessores, já que descartava a possibilidade de congelamento de preços se compromissava em manter um grau de elevado de transparência acerca do que seria feito para evitar reações bruscas dos agentes econômicos (Giambiagi *et al.* 2005). Inicialmente, dava-se continuidade ao processo de ajuste fiscal através de um aumento de impostos, do corte de gastos públicos, e da destinação de 15% da receita fiscal para o Fundo Social de Emergência, que acumularia reservas monetárias para ajudar na implementação do Plano. Em seguida foi criada um novo sistema de indexação chamado de unidade real de valor, a URV, que manteria uma paridade com o dólar estadunidense e que conviveria com o Cruzeiro, a moeda então em vigência. A URV não era uma moeda de fato, já que não era usada em transações comerciais e nem para outros usos tradicionais da moeda, mas o governo incentivava o uso da URV em contratos fixados entre agente econômicos de natureza pública e privada, por mais que esses contratos fossem realizados de fato em cruzeiros, que se desvalorizava diariamente em relação à URV. O uso dessa última foi se amplificando cada vez mais até o momento que, em julho de 1994, sentiu-se segurança suficiente para substituir tanto o Cruzeiro quando a URV por uma nova moeda, o Real, que manteria sua paridade com a moeda estadunidense. No primeiro momento, foi constatado um aumento de preços, mas o governo já havia implementado políticas restritivas em relação ao consumo e a expansão monetária, já que as taxas de juros foram fixadas

em patamares elevados e o depósito compulsório foi estabelecido em 100% sobre os depósitos à vista. Assim, através das estratégias mencionadas, o Plano Real foi bem sucedido em trazer a inflação brasileira para patamares aceitáveis, menores que 5% ao mês já em outubro do mesmo ano. A queda da inflação proporcionou um aumento do crescimento econômico e das taxas de investimento no ano seguinte, incluindo os influxos de capital estrangeiro, que proporcionaram um aumento no estoque de reservas internacionais (Baer, 2009).

Assim, a taxa de câmbio tornou-se a principal política de combate a inflação na época. Por essa razão, o estoque de reservas internacionais em posse do Brasil variou significativamente ao longo do primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso, já que eram ferramenta essencial para o sucesso de seu plano de estabilização econômica, utilizadas com o principal objetivo de sustentar a âncora cambial e evitar choques no balanço de pagamentos. Por conta disso, houve um acúmulo intenso de reservas até a adoção de fato da nova moeda. Dado o sucesso inicial do Plano Real, a estratégia de acumulação se perpetuou até meados de 1997, quando a crise internacional que teve início no Leste Asiático atingiu o Brasil e começaram os ataques especulativos pautados na esperança de desvalorização da moeda brasileira em relação ao dólar, ou seja, que o governo não foi mais capaz de manter a âncora cambial. Apesar dos ajustes fiscais promovidos durante o PAI e seu reforço no início do Plano Real, não foram feitas reformas institucionais de caráter perene de modo que os gastos públicos voltaram a aumentar após a constatação do sucesso do plano. Além disso, a estabilidade monetária era feita com base em endividamento público com um enorme componente externo e a altos juros, mantidos assim para evitar explosões no consumo, que desestimulavam investimentos no setor exportador. Já que a paridade cambial estimulava importações, logo houveram pressões deficitárias sobre a balança comercial, o que tornou a moeda brasileira ainda mais vulnerável a possíveis choques externos.

Esse choque externo acabou vindo na forma da crise internacional de contágio iniciada na Ásia em 1997. Temorosos que os efeitos da crise se repetissem na economia brasileira, como havia acontecido em outros países como Rússia e México, os influxos de capital estrangeiro para o Brasil, que era o que de fato sustentava o valor do real em relação ao dólar, caíram drasticamente. O governo respondeu através de um violento aumento nas taxas de juros que chegaram a um nível real aproximado de 50% ao ano.

Somado a isso, o Brasil aceitou um pacote de socorro provido pelo Banco Mundial e pelo FMI no valor aproximado de 45,1 bilhões de dólares a fim de dar uma contrapartida a redução no estoque de reservas internacionais causados pelos déficits no balanço de pagamentos (Baer, 2009). Porém, nem uma das duas medidas foram capazes de combater as pressões em favor da desvalorização da moeda brasileira de modo que, em meados de 1999, o real perdeu seu lastro em dólar. Felizmente, a substituição da âncora cambial pela âncora monetária não impactou a economia brasileira de modo demasiadamente negativo. A capacidade ociosa gerada pelas políticas de austeridade fiscal e monetária mais o efeito de incentivo ao setor exportador provocado pela desvalorização cambial impediram que o fim do lastro afetasse de modo demasiado a taxa de inflação. Além do mais, as políticas de austeridade fiscal combinadas com o FMI durante a concessão do empréstimo e a manutenção de altas taxas de juros contribuíram para evitar explosões no consumo e ondas inflacionárias contra a nova moeda brasileira (Giambiagi *et al.*, 2005). Porém, o período de redução no estoque brasileiro de reservas internacionais perduraria até o fim do ano 2000, quando se deu início à trajetória de acúmulo de reservas internacionais mais intensa até então.

Estoque de reservas internacionais (US\$ - bilhões) e taxa de câmbio mensal em relação ao dólar estadunidense.

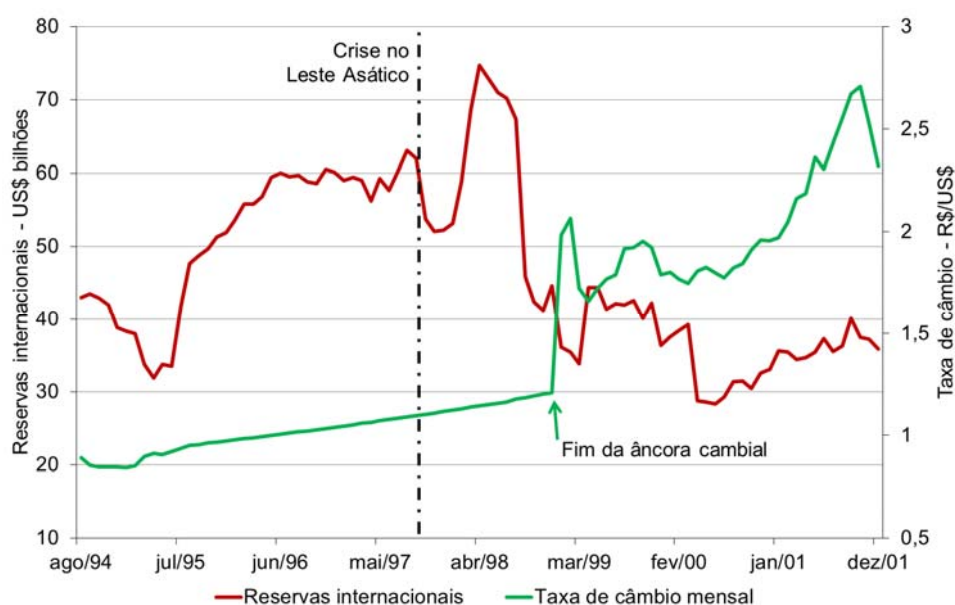


Gráfico 8

Fonte: Banco Central

3.2. A recente intensificação do acúmulo

Nas eleições de 2002, o PSDB, partido do então presidente Fernando Henrique Cardoso, falha ao tentar eleger um sucessor para o então presidente e é eleito um candidato da oposição, Luís Inácio Lula da Silva do PT. Considerando o histórico do partido em questão à época, houve um alto grau de ceticismo entre os investidores internacionais acerca do compromisso do nova gestão para com o pagamento da dívida pública e com a relação com os investidores internacionais. Em decorrência disso e das expectativas pessimistas de agentes econômicos nacionais, a economia brasileira enfrenta um repentino choque externo no ano de 2002 e 2003, retratado pelo crescimento quase insignificante da economia nesse anos e pela forte desvalorização do real frente ao dólar estadunidense (Giambiagi *et al.*, 2005).

Felizmente, o então presidente resolveu dar continuidade a política de estabilidade econômica implementada pelo seu antecessor. Após várias declarações públicas, os esforços do presidente mostram efetividade e os ânimos quanto a direção da política econômica brasileira se acalmam. Mais que as declarações da presidência, o aumento do superávit primário de 3,75% em 2002 para 4,7% em 2003, a manutenção das altas taxas de juros e o compromisso com o sistema de metas de inflação recém implementado indicaram fortemente para o FMI e outras instituições internacionais que o compromisso com a dívida pública seria mantido (Baer, 2009). A manutenção do estilo de condução de política econômica foi suficiente para que o Banco Central do Brasil conseguisse manter o estoque de reservas internacionais em um nível constante por todo o período de transição na presidência. Após o período de transição, os investidores e importadores internacionais reviram suas expectativas de modo positivo para com a economia brasileira e o grau de confiança nela aumentou. Como resultado, subsequentes superávits no balanço de pagamentos embasaram o aumento de reservas internacionais brasileiro.

Até a crise do Leste Asiático de 1998, supunha-se que existia uma correlação direta entre o regime cambial adotado e o nível ótimo de reservas internacionais que um país deveria manter, de modo que as autoridades pudessem absorver flutuações no mercado cambial com seu estoque de reservas internacionais. Em 2004, já que o Brasil adotava então um sistema de câmbio flutuante e o estoque de reservas internacionais continuava a crescer e atingia patamares semelhantes aos de antes do abandono da

âncora cambial, foi feito um estudo que se perguntava se os diferentes tipos de regime cambial afetavam de fato a demanda por reservas internacionais no Brasil e se a até então recente intensificação da acumulação de reservas se davam com base em uma razão precaucional (Cunha, Prates e Lélis, 2006). Para propor uma resposta, foi feita uma análise com base no modelo de Aizeman e Marion (2004), devidamente explicado no capítulo 1 do presente trabalho, dados de reservas internacionais e outros indicadores macroeconômicos no Brasil do período de janeiro de 1995 a maio de 2006. Os resultados indicaram que o tipo de regime cambial adotado de fato não afetou a demanda por reservas internacionais no Brasil, de modo que as taxas de acúmulo foram semelhantes nos dois períodos onde vigoraram diferentes regimes cambiais. O que constitui uma clara evidencia de que o Brasil, após o abandono da âncora cambial, adotou uma estratégia claramente precaucional de acumulação de reservas cambiais (Cunha, Prates e Lélis, 2006).

Estoque de reservas internacionais (US\$ bilhões) e taxa Selic verificada (% a.a.).

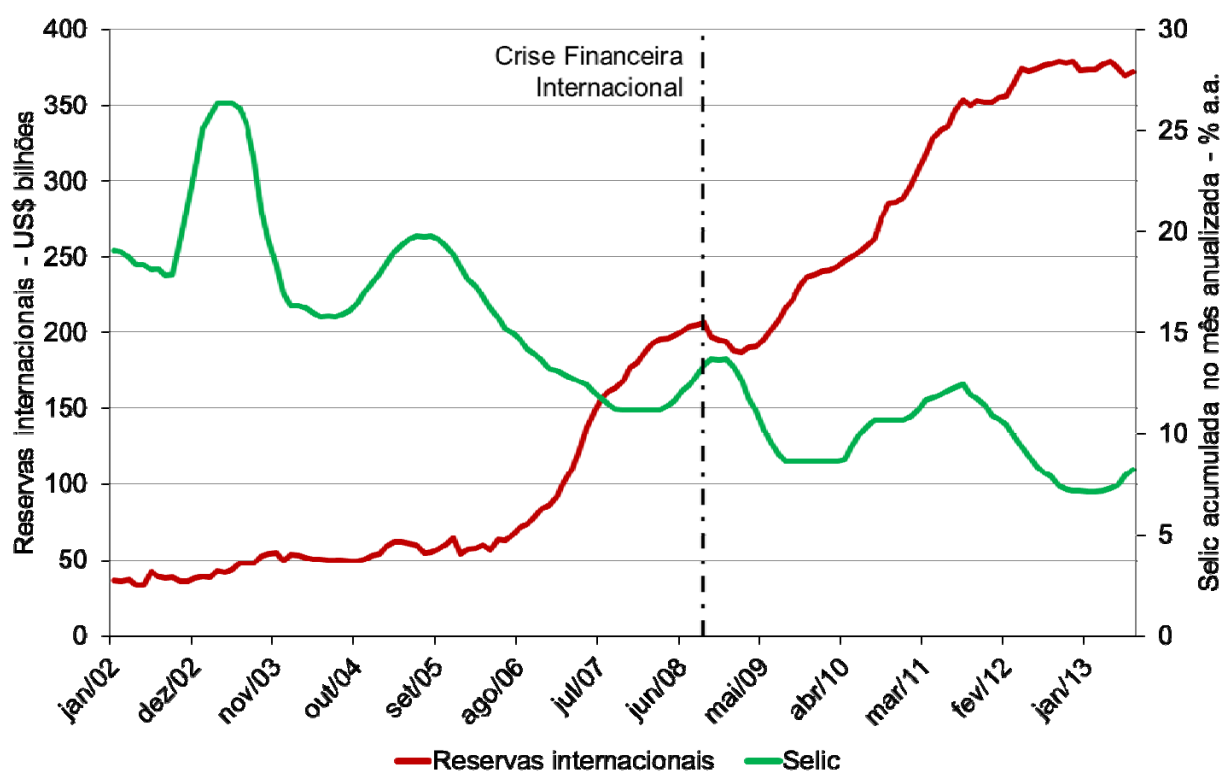


Gráfico 9

Fonte: Banco Central.

Nos anos seguintes, ao menos até o ano de 2008, a economia brasileira viveu um período próspero, com uma inflação dentro da meta e taxas estáveis de crescimento do PIB. Os resultados positivos na balança comercial, dado por um aumento internacional no preço das commodities, e o aumento da confiança dos investidores internacionais na economia brasileira, que resultou em aportes de capital cada vez maiores, favoreceram o crescimento do estoque nacional de reservas internacionais. De 2002 a 2005, esse crescimento se deu de maneira relativamente moderada, passando de aproximadamente 38 bilhões para 54 bilhões. A melhora saúde das contas externas e o acúmulo de reservas tiveram retornos crescentes positivos. Nesse período o país foi capaz de reduzir sua dívida externa a ponto de passar a ser credor internacional líquido, além de ter obtido o “grau de investimento” concedido primeiramente pela agência de classificação de risco Standard & Poor’s em 2008 e logo em seguida por outras agências.

Em 2006, a taxa de acúmulo de reservas internacionais aumentou fortemente, de modo que o país ingressou no grupo dos maiores acumuladores de reservas internacionais. Inevitavelmente, o evento atraiu a atenção da academia, já que o nível do estoque brasileiro ultrapassou todos os níveis indicados pelas principais regras de bolso utilizadas pelos analistas de mercado, como mostra o gráfico 3.8. A principal motivação dos pesquisadores brasileiros foi o de calcular o nível ótimo de reservas internacionais para o Brasil de modo a propor as autoridades um nível para o estoque tal que o país não arque com custos demasiadamente grandes para fazer a gestão de uma quantidade desnecessariamente grande de reservas, semelhante aos artigos mencionados no capítulo 1 do presente trabalho. De fato, as análises do caso brasileiro se pautaram em modelos desenvolvidos previamente, porém com algumas alterações. Vale notar que todas as análises mencionadas nesse trabalho aceitam a hipótese verificada por Cunha, Prates e Lélis (2006), que afirma que o motivo da recente aceleração no acúmulo de reservas internacionais por parte do Brasil possui um cunho precaucional, de modo que países que adotam taxas flutuantes de juros podem utilizar reservas para amortecer desequilíbrios externos.

Para o modelo de *buffer stock* de Frenkel e Jovanovic (1981), foram feitas duas análises. A primeira, adotando o custo da posse de reservas como equivalente ao *spread* entre os títulos C-bond e as T-bills, fez uma análise econométrica para dados desde 1995 até 2004 (Silva Jr. e da Silva, 2004). Os resultados do modelo constaram

que já em 2004 os níveis de reservas internacionais já apresentavam um volume acima do ótimo.

Estoque de reservas internacionais (US\$ bilhões) e estoque proposto por “regras de bolso”.

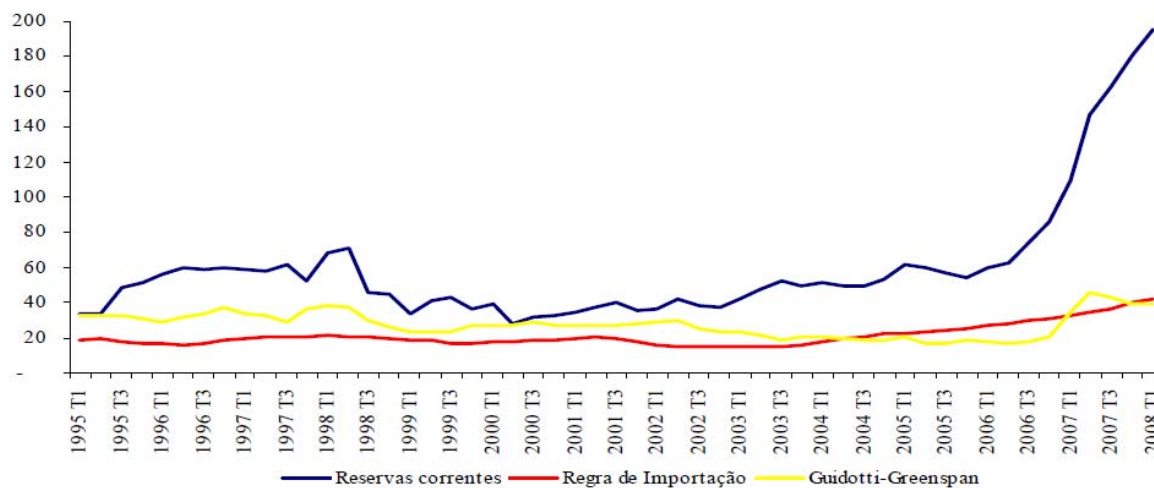


Gráfico 10

Fonte: van der Laan e Cunha, 2012.

Os resultados para a segunda análise com base no modelo de Frankel e Jovanovic (1981) não apresentaram resultados distintos apesar de algumas diferenças do modelo econométrico utilizado por Silva Jr. e da Silva (2004). Foi utilizada uma base de dados mais longa, de 1995 até 2007, quando o período de superacúmulo de reservas pelo Brasil já havia começado e já estava claro que a manutenção de um estoque de reservas internacionais era o modo mais disseminado entre os países em desenvolvimento de obter liquidez internacional (Nevares, 2007). Mesmo fazendo o uso de uma variável *dummy* aderindo certo grau de ajuste ao modelo, o resultado apresentado pelo modelo mostra uma distância maior ainda entre o nível ótimo e o estoque de reservas internacionais mantido pelo Brasil, de modo que o país está arcando com custos desnecessários para manter um estoque de tal magnitude, como mostra o gráfico 3.9. Para explicar a discrepância, o autor do estudo admite uma limitação inerente do modelo de séries temporais para a análise em questão. As séries temporais se pautam em acontecimentos anteriores para projetar cenários presentes ou futuros, quando a gestão do estoque de reservas internacionais é feita com base nas expectativas das autoridades para com acontecimentos futuros.

Resultados do teste de Nevares (2009) para o nível ótimo de reservas internacionais do Brasil.

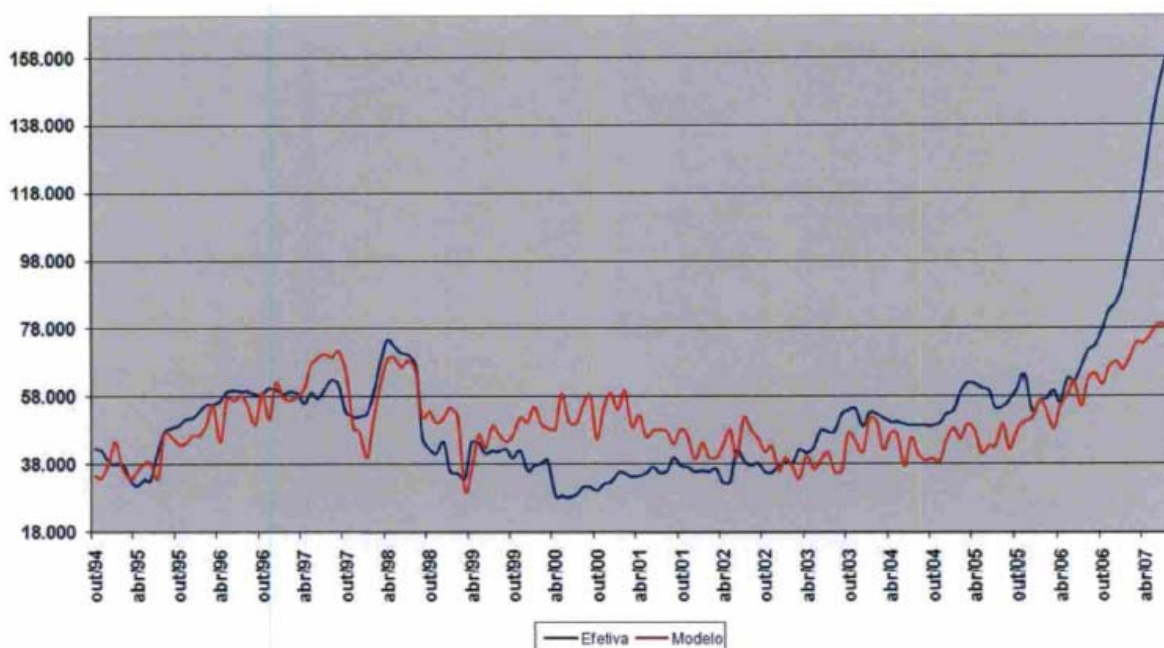


Gráfico 11

Fonte: Nevares, 2009.

Foram realizados pelo menos outros três testes. Um para o modelo de Ben-Bassat e Gottlieb (1992), outro para o modelo de Jeanne e Rancière (2011) e outro modelo puramente econométrico no estilo de vetores auto-regressivos. Feitas as devidas alterações, o teste para o modelo de Ben-Bassat e Gottlieb (1992) enunciou que, para que o estoque de reservas internacionais brasileiro nos níveis de 2007 estivesse em um nível ótimo, seria necessário um risco real de colapso cambial em torno de 15%, o que não constitui uma hipótese realista (Cavalcanti e Vonbun, 2007). Assim, o teste realizado para esse modelo vai de acordo com os resultados dos testes predecessores, que indicam que o estoque está em um nível além do ótimo. Os autores do teste concluem enunciando limitações do modelo, que se restringe a um motivo puramente precaucional da posse de reservas internacionais. Dentre as razões omitidas no modelo que podem dar base à atitude das autoridades em continuar acumulando reservas estão a possibilidade de fazer controles cambiais com elas, a sua correlação com o grau de investimento estrangeiro no país, e a possibilidade de haver um alto

custo de esterilização para tais divisas, isto é, de transformá-las em investimentos de fato (Cavalcanti e Vonbun, 2007).

Os demais testes mencionados no capítulo anterior foram realizados em meio à turbulência da crise financeira internacional iniciada em 2008. Mais curioso é que, durante a crise, o estoque de reservas internacionais brasileiro não se reduziu, a não ser em um primeiro e curto momento, mas o deu-se seguimento ao processo de intensificação de acúmulo. Porém, um teste realizado com base no modelo de Jeanne e Rancière (2011) foi capaz de indicar como ótimo o nível de reservas internacionais em posse do Brasil no ano de 2008 (van der Laan e Cunha, 2012). Porém, como foi visto no capítulo 2, o modelo de calibragem Jeanne e Rancière (2011) tem como hipótese básicas uma economia pequena com alto risco de colapso cambial ou crises do tipo “freada brusca”. De fato, para que o modelo consiga indicar um nível tão alto de reservas, foi calibrado uma redução irrealista, demasiadamente grande, do PIB em caso de crise. Assim, os autores do teste rejeitam os resultados apresentados pelo modelo de Jeanne e Rancière (2011) e fazem um segundo teste com base no modelo de vetores auto-regressivos assim como proposto por Sims (1980). Os resultados do teste reforça os resultados dos testes anteriores de que o nível constatado está além do ótimo. Assim, a semelhança marcante entre todos os testes realizados é que, de modo ou de outro, todos os modelos indicam que o Brasil está arcando com um custo demasiadamente alto ao fazer a gestão de um estoque muito grande de reservas internacionais.

Em janeiro de 2011, Dilma Rousseff assumiu a presidência como sucessora de Luiz Inácio Lula da Silva. Assim como era de se esperar, ela deu seguimento à política econômica adotada por seu antecessor e a estratégia de acumulação de reservas internacionais foi perpetuada. Como é indicado no gráfico 3.7, processo de acumulação se intensificou ainda mais, de modo que o estoque mais que duplicou em menos de seis anos, de 2007 a 2013, chegando a patamares próximos de 350 bilhões de dólares. Proporcionalmente, os custos absolutos de manter esse estoque também aumentaram, de modo que foram propostas diferentes estratégias para a redução desses custos. Como foi argumentado no capítulo 2 desse presente trabalho, a alternativa mais disseminada é compartilhar parte do estoque de reservas em um fundo de gestão conjunta.

3.3. Viabilidade do ingresso do Brasil em um fundo conjunto de reservas internacionais sul-americano

Com base na situação atual, onde a academia revela um consenso acerca de um nível demasiadamente elevado do estoque brasileiro de reservas internacionais que acarreta enormes custo de oportunidade em relação a investimentos no Brasil, por que as autoridades brasileiras não reduzem simplesmente o estoque? De fato, as prováveis respostas para esse pergunta residem em fatores externos aos modelos utilizados para o cálculo do nível ótimo de reservas internacionais, tais como o custo de esterilização de reservas e a correlação entre o nível do estoque e o volume de investimentos estrangeiros diretos (Cavalcanti e Cunha, 2007). Assim sendo, assumindo que o governo necessita manter o estoque nos padrões atuais, por que não recorrer a criação de um fundo conjunto de reservas internacionais, onde os membros poderão manter o seu grau de segurança contra desequilíbrios externos e reduzir seus estoque de reservas internacionais? Todavia, essa parece ser a estratégia adotada pelo governo, que já manifestou interesse em ampliar o fundo de gestão conjunta de 60 bilhões de dólares em reservas internacionais que fundou em parceria com as autoridades chinesas. Ao que tudo indica, o volume de reservas desse fundo será ampliado a medida que outros membros, todos países do grupo BRICS, comecem a depositar suas reservas no fundo. Mas, enfim, por que esse acordo não foi firmado primeiramente em conjunto os demais países, visto que já até existe uma instituição do tipo na região, o FLAR, de modo que caberia ao Brasil apenas ingressar nela?

Para responder a esse pergunta, recorreremos a uma análise crítica das mais diversas teorias acerca da posse de reservas internacionais. Iniciando por estudos que possuem um foco em países que fazem uma gestão independente de suas reservas internacionais, vimos que os mais diversos fatores afetam o cálculo do nível ótimo de um país, desde indicadores macroeconômicos como o PIB, tal como no clássico modelo de Heller (1966), até risco político como no modelo de Aizenman e Marion (2004), chegando ao modelo de ajuste de Jeanne e Rancère (2011). Quando foram realizados estudos específicos para o caso brasileiro com base nos modelos desenvolvidos previamente, foi constatado quase que por unanimidade que o nível do estoque brasileiro de reservas internacionais está além do ótimo e que o país deve buscar alternativas para reduzir o custo de manter esse estoque em patamares tão elevados.

A alternativa mais amplamente considerada é a criação de um fundo conjunto de reservas internacionais. Para avaliar a viabilidade de tal instituição, recorremos a elementos da teoria dos clubes que fornecessem o aparato teórico necessário para modelar um fundo com o formato desejado. Quando passamos a estudar os modelos propriamente construídos para modelar fundos conjuntos de reservas internacionais e as demais análises de caso feitas com base nesses modelos, obtivemos fundamentos para entender a opção das autoridades brasileiras por formar um fundo conjunto entre os BRICS e não planejar um eventual ingresso no FLAR.

Estoques de reservas internacionais em dezembro de 2012 (US\$ bilhões) – América do Sul.

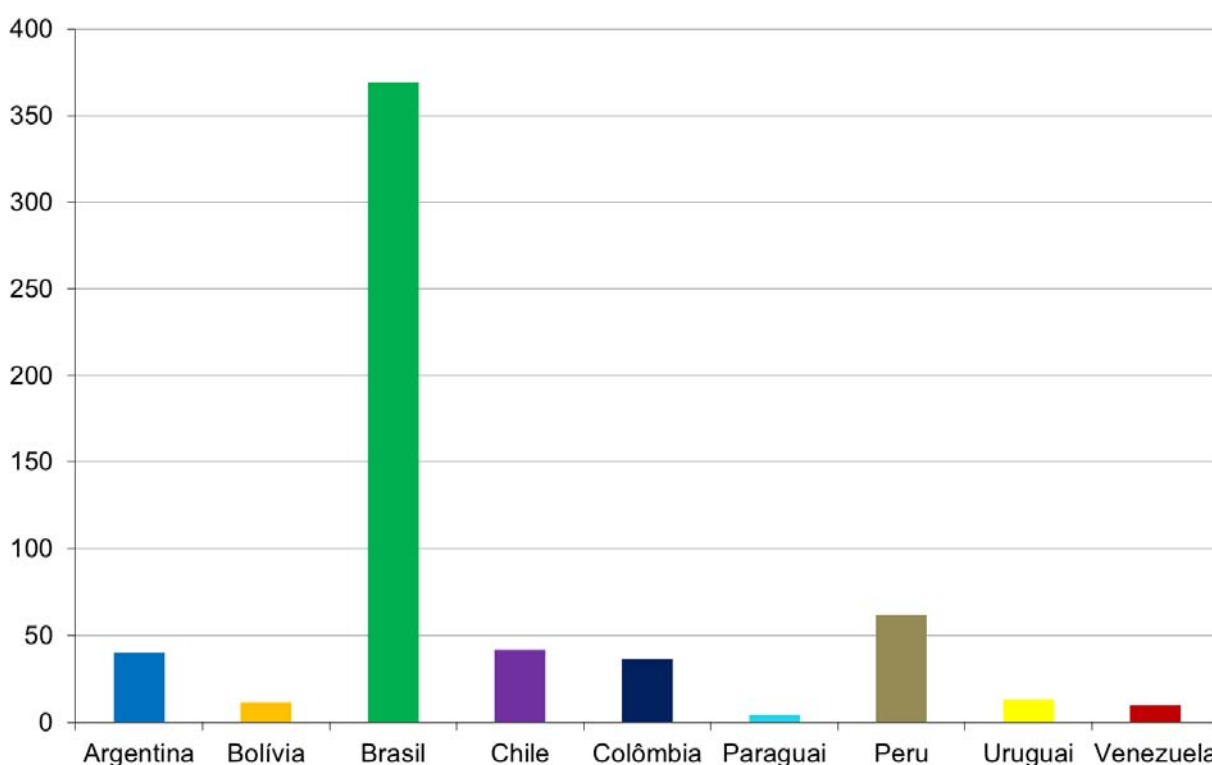


Gráfico 12

Fonte: Banco Mundial.

Primeiramente, com base no modelo de Dudsworth (1992), vimos que quase inevitavelmente um país ocorre em ganhos líquidos ao ingressar em um fundo conjunto de reservas internacionais e que apenas eventualmente, no caso de que a volatilidade do balanço de pagamentos dos outros membros fosse muito maior que a sua própria, o país incorreria em uma perda líquida ao ingressar no fundo em relação a fazer uma gestão independente do seu estoque de reservas internacionais. Isso se constitui em

um ponto a favor do ingresso brasileiro no FLAR. Porém, o mesmo modelo afirma que os países que possuem uma gestão mais conservadora do seu estoque de reservas internacionais são os que incorrem em menores ganhos ao ingressar em um fundo conjunto de reservas internacionais. Além disso, os países que possuem estoques pequenos, tendem a adotar posturas mais favoráveis ao risco caso tenham acesso a parte do estoque de reservas internacionais de um país que possui um estoque maior. Esses seriam dois pontos contrários ao ingresso do Brasil no FLAR e favoráveis ao ingresso em um fundo composto por BRICS. Como mostram os gráficos 3.10, os estoques brasileiros estão muito além das médias latino-americanas. Já o Gráfico 3.11 mostra que o mesmo não ocorre no caso dos BRICS, sendo aparentemente mais vantajoso, de acordo com a estrutura do modelo de Dudsworth (1992), compartilhar reservas com o segundo grupo.

Estoques de reservas internacionais em dezembro de 2012 (US\$ bilhões) – BRICS.

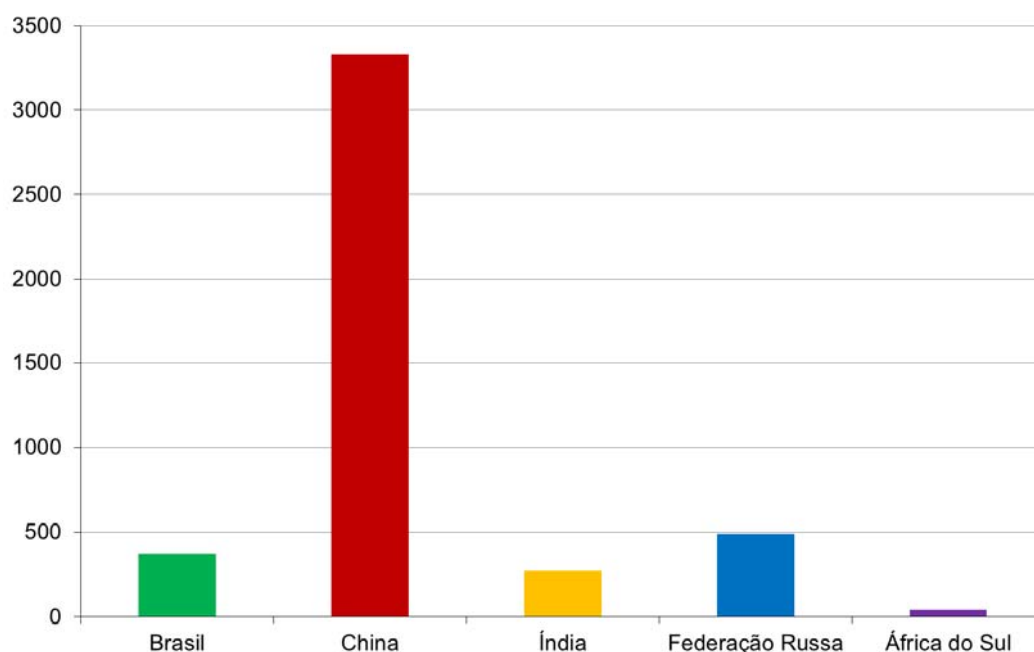


Gráfico 13

Fonte: Banco Mundial.

No que concerne a estrutura institucional, não parece haver grandes ressalvas quando a um suposto ingresso no FLAR. Na análise de Williams, Polius e Hazel (2001), foi destacada, ao comparar os fundos da UMCO e da CFA, a importância do arranjo institucional para um possível sucesso do fundo em questão. Como o FLAR é um

instituição já com mais de 35 anos, aparentemente ela é capaz de fazer a gerência de supostas reservas depositadas pelo Brasil de modo transparente e eficiente. Porém isso não mitiga a possibilidade de constatação de risco moral. Como foi analisado por Eichengreen (2007), a possibilidade de risco moral vai além de uma gestão competente do fundo e do alinhamento de política entre os membros. O ingresso de novos membros pode fomentar ou inibir o surgimento de risco moral. Além do mais, a existem vários dilemas quanto a maneira com que os devidos países podem acessar o fundo. Caso sejam estabelecidos pré-requisitos, pode ser que os países que atendam a eles sejam os que menos precisem de reservas, de modo que o fundo não propiciaria uma distribuição ótima de reservas. Caso seja estabelecido que serão feitas análise da conjuntura de um país após um pedido formal de acesso ao fundo, pode ser que tal estrutura fomente o surgimento de risco moral, de modo que os países podem aumentar seu grau de propensão ao risco ao fazer parte do fundo. Além do mais, o histórico da região não favorece a expectativa quanto a não existência de risco moral, dado os problemas com dívida externa, moratórias e quebra de compromissos internacionais de diversos países latino-americanos.

Por fim, o último fator contrário ao ingresso brasileiro em um fundo de reservas internacionais é a questão do alto grau de correlação entre os movimentos nas contas externa dos países sul-americanos. Como mostra o estudo desenvolvido por Kohscheen e Taylor (2008) para o Leste Asiático, países de uma mesma região geográfica tendem a apresentar uma correlação maior entre os seus fluxos de capitais e de comércio internacional de modo que, para o caso de um estoque de reservas de cunho precaucionista, existem mais ganhos em fazer a gestão conjunta com países onde os movimentos nas contas externas se dão da maneira mais distinta possível, como é apresentado no estudo, a gestão mais eficiente se daria entre o Brasil e a China do que entre a China e seus outros vizinhos.

Em suma, com base na análise feita, a opção mais vantajosa para o Brasil aparentemente não é a do ingresso em um fundo latino-americano de reservas internacionais. Os fatos de que o Brasil possui o maior estoque de reservas internacionais na região, o alto grau de correlação entre as contas externas dos países em questão e a possibilidade de incorrer em risco dão suporte a hipótese que seria mais vantajoso ingressar em um fundo composto por outros países, tais como os BRICS. Porém isso não quer dizer que não seria vantajoso de maneira alguma para o

Brasil ingressar no FLAR. A análise aponta que é aparentemente mais vantajoso ingressar em um fundo composto por outros países, mas pode ser que existam vantagens ainda que menores em um suposto ingresso no FLAR. Além disso, vários fatores foram omitidos da análise apresentada, tal como a possibilidade do ingresso brasileiro fomentar o desenvolvimento comercial na região ou mesmo a possibilidade do uso de recursos do FLAR para promover um fundo de desenvolvimento financeiro na região que teria por objetivo final promover uma redução do *spread* dos títulos de dívida pública vinculados a indicadores anticíclicos dos países membros, como foi proposto por Eichengreen (2007).

Conclusão

O presente estudo se propôs a fazer uma análise comparativa entre a suposta instituição de um fundo de gestão conjunta de reservas internacionais pelo o Brasil e por outros demais países latino-americanos, e a instituição de um fundo semelhante entre o Brasil e outros BRICS, como de fato aconteceu entre o Brasil e a China que criaram um fundo para gerenciar cerca de 60 bilhões de dólares em reservas internacionais em junho de 2012. Para responder a essa questão, foi feita uma revisão de literatura acerca da posse independente de reservas internacionais no capítulo 1, da racionalidade existente na criação de fundos conjuntos de reservas internacionais no capítulo 2 e, no capítulo 3, da literatura específica para o caso do Brasil.

Também no capítulo 3, discutimos a viabilidade do ingresso do Brasil no FLAR com base nas análises feitas anteriormente. Chegamos a conclusão de que existem melhores opções para o país do que ingressar em um fundo latino-americano de reservas, tal como ingressar em um fundo conjunto formado por BRICS. Os fatores que levaram a tal conclusão são o tamanho do estoque de reservas internacionais dos outros países sul-americanos em relação ao estoque brasileiro, a correlação existente entre comércio internacional e fluxos de capitais entre esses mesmos países e a possibilidade da existência de risco moral. Porém, isso não significa que um suposto ingresso brasileiro no FLAR não seja vantajoso de maneira nenhuma, apenas que ingressar no outro fundo mencionado é mais vantajoso.

Vale ressaltar que o presente trabalho não possui a pretensão de dar uma resposta definitiva para tal pergunta, já que a questão merece uma análise mais criteriosa. Além disso, os modelos utilizados para embasar as conclusões desconsideram alguns fatores importantes, tais como as questões políticas envolvidas na criação de tais instituições, a possibilidade de que a criação de fundos semelhantes favoreçam um aumento dos fluxos de comércio e investimento internacionais na região, e a possibilidade de uso de fundos conjuntos de reservas internacionais para outros fins que não prover proteção contra choques externos, tal como prover desenvolvimento financeiro regional.

Referências Bibliográficas

AIZENMAN, Joshua. **Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture**. *Manchester School*. V. 76, no. 5, p. 487-503, setembro de 2008.

_____; LEE, Jaewoo. **Financial Versus Monetary Mercantilism Long-Run View of Large International Reserve Hoarding**. *The World Economy*. V. 31, no. 5, p. 593-611, maio de 2008.

_____; MARION, Nancy. **International Reserve Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection**. *The Economic Journal*. V. 114, No. 497, p. 569-591, julho de 2004.

BAER, Wener. **A Economia Brasileira**. Trad.: Edite Sculli. 3 ed. São Paulo: Nobel, 2009.

BALOGH, Thomas. **International Reserves and Liquidity**. *The Economic Journal*. Vol. 70, No. 278, p. 357-377, junho de 1960.

BEN-BASSAT, Avraham; GOTTLIEB, Daniel. **Optimal International Reserves and Sovereign Risk**. *Journal of International Economics*. v. 33, n. 3-4, p. 345-362, 1992.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório da Gestão das Reservas Internacionais**. V. 4, 2012. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/?GESTAORESERVAS> . Acessado em 11 de julho de 2013.

_____. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais – v2.1: Módulo Público**. Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTeLaLocalizarSeries> . Acessado em 11 de julho de 2013.

BANCO MUNDIAL. **Databank.** Disponível em <http://data.worldbank.org/indicator/FI.RES.TOTL.CD> . Acessado em 22 de setembro de 2012.

BUCHANAN, James M. **An Economic Theory of Clubs.** *Economica, New Series.* v. 32, no. 125, p. 1-14, fevereiro de 1965.

BULL, Hedley. **A Sociedade Anárquica.** Brasília, Editora UnB/IPRI, 2002

CAVALCANTI, Marco Antônio F. de H.; VONBUN, Christian. **Reservas Internacionais Ótimas para o Brasil: Uma Análise Simples de Custo Benefício para o Período 1999-2007.** *IPEA Texto para Discussão* n. 1315, 2007.

CALVO, Guillermo A.; IZQUIERDO, Alejandro; MEIJA, Luís-Fernando. **On the Empirics of Sudden Stops: the relevance of balance-sheet effects.** *NBER Working Paper* n. 10520, 2004.

CARDIM DE CARVALHO, F. J. *et alli.* **Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CERQUEIRA, Ceres Aires. **Dívida Externa Brasileira.** 2 ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

CESPEDES, Luís Felipe; CHIANG, Roberto; VELASCO, Andrés. **Balance Sheet Effects and Exchange Rate Policy.** *NBER Working Paper* n.7840, 2000.

CHEUNG, Yin-Wong; QUIAN, Xing-wang. Hoarding of International Reserves: **Mrs. Machlup's Wardrobe and the Joneses.** *Review of International Economics*, v. 17, No. 4, 2009.

COHEN, Daniel; PORTES, Richard. **Towards a Lender of First Resort.** *IMF Working Paper* 06/66, 2006.

COURCHENE, T. J.; YOUSSEF, G. M. **The Demand for International Reserves.** *Journal of Political Economy*, v. 75, No. 4, Parte 1, p. 404-413, agosto de 1967.

CUNHA, André Moreira; PRATES, Daniela Magalhães; LÉLIS, Marcos Tadeu Caputi. **Ajuste das Contas Externas e Demanda Precaucional por Reservas no Brasil.** *Indicadores Econômicos FEE*, v. 34, n. 3, p. 93-118, dezembro de 2006.

DREPES, E.; KINDLEBERGER, C. P.; SALANT, W. S. **The Dollar and the World Liquidity: a Minority View.** *Brookings Institution*, Vol. 115, No. 115 p. 526-539, 1966.

DUDSWORTH, J. R. **Reserve Pooling an Application of the Theory of Clubs.** *Economia Internazionale*. Vol. 32, p. 209-222, 1992.

EDWARDS, Sebastian. **The Demand for International reserves and Monetary Equilibrium: Some Evidence from Developing Countries.** *The Review of Economics and Statistics*. v. 66, No. 3, p. 495-500, agosto de 1984.

EICHENGREEN, Barry. **Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?** *Open Economy Review*. V. 18, p. 27-52, maio de 2007

EICHENGREEN, Bary; HAUSMANN, Ricardo. **Other People's Money: debt nomination and financial instability in emerging market economies.** Chicago: University of Chicago Press, 2005.

FEE, Leong Wan; LI, Chen Yen. **Macroeconomic Considerations in Regional Reserve Pooling.** *Applied Financial Economics*, V. 19, parte 14, p.n1143-1157, junho de 2009.

FLAR. **Site Institucional.** Disponível em: <https://www.flar.net/contenido/default.aspx> . Acessado em 14 de setembro de 2012.

FRENKEL, Jacob; JOVANOVIC, Boyan. **Optimal International Reserves: A Stochastic Framework.** *Economic Journal*, v. 91, p. 507-514, 1981.

FURTADO, Celso. **Formação Econômica do Brasil**. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; BARROS, L.; HERMANN, J. *et alli*. **Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2005.

HELLER, Heiz Robert. **Optimal International Reserves**. *The Economic Journal*. Vol. 76, No. 302, p. 296-311, junho de 1966.

HINDRIKS, Jean; MYLES, Gareth D. **Intermediate Public Economics**. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2006.

JEANNE, Oliver. **International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?** *Brooking Paper on Economic Activity*. V. 38, no. 1, p. 1-55, 2007.

JEANNE, Oliver; RANCIÈRE, Romain. **The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications**. *The Economic Journal*. V. 121, no. 555, p. 905-930, setembro de 2011.

KELLY, Michel J. **The Demand for International Reserves**. *The American Economic Review*. Vol. 60, No. 4, p. 655-667, setembro de 1970.

KOHLSCHEEN, E.; TAYLOR, M. P. **International Liquidity Swaps: Is the Chiang Mai Initiative Pooling Reserves Efficiently?** *International Journal of Finance and Economics*. V. 13, p. 323-332, 2008.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. **Economia Internacional: Teoria e Política**. Trad.: Hélio Martins Diniz. 8 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

LEKACHMAN, R. **A History of Economic Ideas**. Nova Iorque: McGraw-Hill, 1959.

MACHLUP, Fritz. **International Payments, Debt and Gold**. Nova Iorque: Charles Scribner's Sons, 1964.

MEDHORA, Rohinton. **The Gains from Reserve Pooling in the West African Monetary Union.** *Economia Internazionale*, V. 45, p. 209-222, 1992.

NEVARES, Mario Maia. **Reservas Internacionais Ótimas de um País: Um estudo do Caso Brasileiro.** Dissertação de mestrado da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2007.

PEARCE, D. W. **The MIT Dictionary of Modern Economics.** 4 ed. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

PUGEL, Thomas A. **International Economics.** 14 ed. Nova Iorque: McGraw-Hill/Irwin, 2009.

RAJAN, S. Ramkishan; SIREGAR, Reza; BIRD, Graham. **Examining the case for Reserve Pooling in East Asia: Empirical Analysis.** *CIES Working Paper* n. 323, 2003.

RODRIG, Dani. **The Social cost of Foreign Exchange Reserves.** *NBER Working Papers*: 11952, 2006.

SAMUELSON, Paul A. **The Pure Theory of Public Expenditure.** *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 37, No. 4, p. 350-356, novembro de 1955.

SHILLER, Robert J. **The New Financial Order in the Twenty First Century.** Princeton: Princeton University Press, 2004.

SIMS, C. **Macroeconomics and reality.** *Econometrica, econometrics society*, v. 48, n. 1, p. 1-48, 1980.

SILVA JR., Antonio Francisco; DA SILVA, Érica Domingos. **Optimal International Reserves Holding in Emerging Market Economies: The Brazilian Case.** Banco Central do Brasil, 2004.

TUCÍDIDES; JAGUARIBE, H. **História da Guerra do Peloponeso**. Trad.: Hélio da Gama Curry. 4 ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, Instituto de Pesquisa em Relações Internacionais; São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2001.

VAN DER LAAN, Cesar Rodrigues; CUNHA, André Moreira. **A Estratégia de Acumulação de Reservas no Brasil: uma Avaliação Crítica**. *Economia e Sociedade*, v. 21, n. 1, abril de 2012.

VON FURSTENBERG, George M. **New Evidence of the Demand for Non-Gold Reserves Under Floating Exchange Rates**. *Journal of International Money and Finance*. v. 1, p. 81-93, abril de 1982.

WILLIAMS, Oral; POLIUS, Tracy; HAZEL, Selvon. **Reserve Pooling in the Eastern Caribbean Currency Union and the CFA Franc Zone: A Comparative Analysis**. *IMF Working Papers*. n. 01/104, 2001.

WRIGHT, Kenneth M. **Dollar Pooling in the Sterling Area, 1939–1952**. *The American Economic Review*, v. 44, No. 4, p. 559-576, setembro de 1954.

ZUPNICK, Elliot. **The Sterling Area's Pooling System Re-examined**. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 69, No. 1, p. 71-84, fevereiro de 1955.